Philip A. Fisher

Thông tin cập nhật về thị trường chứng khoán Việt Nam

VER. 2.0

CỔ PHIẾU THƯỜNG LỢI NHUẬN PHI THƯỜNG

Common Stocks and Uncommon Profits



alphabooks

NHÀ XUẤT BẢN LAO ĐỘNG - XÃ HỘI

Table of Contents

PHILIP A. FISHER

CỔ PHIẾU THƯỜNG, LỢI NHUẬN PHI THƯỜNG

NHÀ XUẤT BẢN LAO ĐỘNG – XÃ HỘI

Kiếm lợi nhuận phi thường từ cổ phiếu thường

Được toàn thế giới ca ngợi và ngưỡng mộ, Philip Fisher là một trong số những nhà đầu tư có ảnh hưởng lớn nhất mọi thời đại. Triết lý và những bí quyết đầu tư thành công trong suốt sự nghiệp của Fisher đã được ông đúc rút trong Cổ phiếu thường, lợi nhuận phi thường. Ngay từ khi xuất bản năm 1958, cuốn sách đã được đánh giá rất cao và được xếp trong danh sách các cuốn sách về đầu tư bán chạy nhất. Và trong hơn 40 năm qua, các thế hệ nhà đầu tư hiện đại vẫn không ngừng nghiên cứu, áp dụng cuốn sách và coi đó là cẩm nang chỉ đường không thể thiếu. Ngay cả tỷ phú Warren Buffett cũng từng viết: “Tôi là một độc giả luôn háo hức chờ đợi được đọc những gì mà Phil viết và tôi xin giới thiệu ông cho các bạn”.

Là một trong những người tiên phong trong lĩnh vực đầu tư tăng trưởng, quan niệm đầu tư của Fisher, như con trai ông Kenneth Fisher đã tổng kết là: “Cha tôi muốn đầu tư vào một công ty có thể tăng trưởng, tăng trưởng không ngừng, và thích những cổ phiếu có thể mua vào với mức giá hợp lý và không bao giờ phải bán ra.” Khoản đầu tư nổi tiếng nhất của ông là những cổ phiếu của Motorola mà ông mua vào năm 1955 khi nó mới chỉ là nhà sản suất rađiô và nắm giữ cho tới tận khi qua đời chính là một minh chứng sống động cho thành công của quan niệm đầu tư tăng trưởng của ông.

Trọng tâm cuốn sách đặt vào hai vấn đề phương pháp “lời đồn đại” và cách chọn cổ phiếu. Với phương pháp “lời đồn đại”, Fisher đã chỉ ra cho các nhà đầu tư cách thức tìm nguồn thông tin xác thực để đầu tư với rủi ro thấp nhất nhưng thu lợi nhuận cao nhất. Nguồn thông tin đó không nằm trên Phố Wall nơi chứa đựng vô số những cơn đồng bóng, những mốt nhất thời khiến chúng ta không thể xác định nổi đâu là giá trị thực của một cổ phiếu. Không chạy theo đám đông, thay vào đó tìm nguồn thông tin từ các đối tác, đối thủ cạnh tranh, ngân hàng cho vay, khách hàng… của công ty mục tiêu, đó mới là nơi cho bạn nguồn thông tin cần thiết giúp đưa ra nhận định chính xác. Kết hợp phương pháp “lời đồn đại” với 15 tiêu chí chọn cổ phiếu, bạn sẽ tìm được cổ phiếu lý tưởng, nắm giữ trong thời gian dài, và thu lợi nhuận tối đa.

Ngoài ra, Cổ phiếu thường, lợi nhuận phi thường còn đề cập đến những vấn đề quan trọng như cách chọn cổ phiếu tăng trưởng, thời điểm nên mua và nên bán, một số điều cần tránh, các thành tố của một khoản đầu tư an toàn...

Trong lần tái bản năm 1960, cuốn sách tiếp tục được bổ sung nhiều thông tin. Và trong các lần tái bản tiếp theo, tác giả đã ghép thêm hai cuốn sách viết sau của ông là Conservative Investors Sleep Well (Giấc ngủ ngon cho các nhà đầu tư cẩn trọng) và Developing an Investment Philosophy (Hình thành một triết lý đầu tư).

Hiện nay, các nhà đầu tư chứng khoán tại Việt Nam đang phải đối mặt với nhiều thách thức và rủi ro, nhưng đồng thời họ cũng có nhiều cơ hội và tiềm năng để trở nên giàu có, thành công ngoài sức tưởng tượng. Triết lý đầu tư của Philip sẽ chỉ ra một hướng đầu tư vững chắc nhất để đi tới thành công, đó là đầu tư vào các cổ phiếu tăng trưởng, cũng như giúp các nhà đầu tư giữ vững niềm tin và lập trường đầu tư trong một thị trường chứng khoán tuy non trẻ và đầy biến động nhưng rất tiềm năng như Việt Nam.

Cùng với nhiều cuốn sách về chứng khoán do Alpha Books đã xuất bản, chúng tôi tin rằng cuốn sách này sẽ giúp các nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam có thêm kiến thức và lời khuyên từ một trong những thiên tài chứng khoán để đầu tư lâu dài và gặt hái những thành công vượt xa hiện tại.

Xin trân trọng giới thiệu cùng độc giả!

Tháng 7 năm 2009

CÔNG TY CỔ PHẦN SÁCH ALPHA

Lời tựa

Điều tôi học được từ các cuốn sách của cha

Cuốn sách này sẽ ngày càng ảnh hưởng mạnh mẽ tới bạn, tôi biết vậy, bởi điều đó cũng từng xảy ra với tôi. Tôi đã mất mười lăm năm mới hiểu được *Cổ phiếu thường, lợi nhuận phi thường.* Khi lần đầu tiên đọc cuốn sách, tôi đã nguyền rủa nó. Khi ấy, tôi mới tám tuổi. Thật phí phạm khi bắt đầu một kỳ nghỉ hè tuyệt vời bằng cuốn sách như vậy. Có quá nhiều từ ngữ khó hiểu khiến tôi phải tra từ điển liên tục. Nhưng đó là cuốn sách của cha, và tôi rất tự hào về ông. Mọi người ở trường, hàng xóm và báo chí đều nói rằng cuốn sách của ông gây tiếng vang lớn, rằng đó là một trong những tác phẩm best-seller về đầu tư chứng khoán theo bình chọn của New York Times. Vì thế, tôi cảm thấy mình có nghĩa vụ phải đọc nó. Sau khi hoàn thành nghĩa vụ này, tôi vô cùng sung sướng và dành toàn bộ thời gian còn lại hưởng thụ nốt kỳ nghỉ hè.

Ai có thể ngờ rằng về sau tôi lại sáng lập một hãng quản lý quỹ đầu tư lớn phục vụ hàng nghìn khách hàng, viết sách, trở thành người phụ trách một chuyên mục quan trọng của tạp chí *Forbes* danh tiếng, và viết nhiều bài bình luận về các cuốn sách đầu tư "Hay nhất trong năm"? Có thể nói rằng tất cả những điều trên đều bắt nguồn từ sự kiện tôi đọc cuốn sách dạy về đầu tư đầu tiên khi mới lên tám, mặc dù khi đó tôi chẳng hiểu gì cả.

Tôi đọc cuốn sách lần thứ hai khi 20 tuổi, chuẩn bị tốt nghiệp đại học. Cha muốn tôi làm việc cùng ông và anh trai. Nhưng tôi băn khoăn không biết liệu đây có thật sự là một cơ hội tốt. Thế nên, tôi đọc lại Cổ phiếu thường, lợi nhuận phi thường. (Khi đó, chỉ còn rất ít từ ngữ trong cuốn sách mà tôi chưa hiểu).

Khi đọc đến 15 tiêu chí một cổ phiếu thường cần có, tôi tự hỏi liệu mình có thể áp dụng chúng để mua một loại chứng khoán địa phương được không. Tôi nghĩ, nếu thành công thì nó sẽ cho thấy ích lợi của việc cộng tác với cha.

Nhưng vụ làm ăn đó không thành công. Lúc bấy giờ, trên thị trường có cổ phiếu của một công ty gỗ tên là Pacific Lumber, dường như đây là cơ hội tốt để tôi kiếm lợi nhuận. Nhưng những người mà tôi tiếp xúc không ấn tượng với một đứa trẻ tò mò, muốn tìm kiếm các thông tin về tình hình cạnh tranh giữa các công ty, nhưng lại chưa hề có sự chuẩn bị và hoàn toàn thiếu khả năng phân tích thông tin. Thậm chí tôi còn không biết cách đặt những câu hỏi có ý nghĩa. Sau khi bị họ từ chối trả lời câu hỏi, tôi đã bỏ cuộc. Nhưng bài học đó giúp tôi nhận ra rằng cần phải tích cực học hỏi hơn nữa.

Làm việc với cha tôi là một lựa chọn đầy rủi ro, có thể sẽ kiếm được lợi nhuận rất lớn từ các cổ phiếu tăng trưởng phi thường kiểu túi mười gang nhưng cũng có thể thua lỗ trắng tay.

Tôi kể những điều này để các bạn thấy rằng, tôi – một "cậu bé" 20 tuổi, không phải là một sinh viên luôn đứng đầu lớp, chưa từng học ở một trường đại học danh tiếng, không có thành tích gì đáng kể mà vẫn có thể không ngừng học hỏi và chỉ trong vài năm đã biết cách sử dụng hiệu quả những nguyên tắc trong cuốn sách này, thì các bạn cũng hoàn toàn có thể làm được điều đó.

15 tiêu chí chọn cổ phiếu

Khi bạn bắt đầu kinh doanh và chưa từng mua bất kỳ cổ phiếu nào như tôi hồi trẻ, thì việc tính toán xem mua gì dường như quan trọng hơn là bán gì. Thật may mắn, cuốn sách này chỉ ra rằng, nếu bạn tìm ra những cổ phiếu tốt để mua thì việc bán sẽ không còn quá quan trọng vì bạn hoàn toàn có thể giữ chúng bao lâu cũng được. 15 tiêu chí chọn cổ phiếu của cha tôi sẽ hướng dẫn bạn nên mua loại cổ phiếu nào.

Áp dụng 15 tiêu chí này là một kinh nghiệm thực tiễn thường gặp kết hợp với phương pháp "lời đồn đại", như cha tôi mô tả, tất cả đều nhằm nghiên cứu cổ phiếu. Tôi sẽ không thuật lại chi tiết những thành công trong sự nghiệp mà tôi sớm đạt được nhờ 15 tiêu chí này. Nhưng chúng đã mang lại cho tôi động lực sự nghiệp mạnh mẽ khi khám phá ra những cổ phiếu tuyệt vời đem đến những phần thưởng lớn lao. Từ 15 tiêu chí chọn cố phiếu, tôi tìm hiểu được ở đâu có công ty nào phù hợp với mục tiêu đầu tư của tôi, và bằng cách nào công ty đó trở nên thịnh vượng hay xuống dốc. Và nếu công ty xuống dốc thì nguyên nhân nằm ở đâu? Tôi nhanh chóng hiểu ra vì sao nhiều nhà đầu tư lại thất bại khi áp dụng 15 tiêu chí này. Bởi vì bí quyết nằm trong phương pháp "lời đồn đại", và mọi bí quyết đều cần có thời gian mới chinh phục được. Mục tiêu của phương pháp "lời đồn đại" là tìm hiểu thực chất mạnh, yếu của một công ty từ những nguồn thông tin xác thực. Tuy nhiên, hầu hết mọi người không sử dụng cách này, thay vào đó lại chủ yếu dựa vào những thông tin và sự cuồng nhiệt của đám đông trên phố Wall, mà phần lớn trong số đó là những người muốn bán cổ phiếu cho bạn.

Khi bước sang thế kỷ XXI, nhẽ ra công chúng phải ý thức được rõ ràng sức mạnh của phương pháp "lời đồn đại", nhưng thực tế không như vậy. Nếu bạn từng áp dụng 15 tiêu chí trong cuốn sách và thu thập thông tin từ những nguồn xác thực nhất chứ không phải từ phố Wall, thì bạn sẽ không bao giờ mua phải bất kỳ loại cổ phiếu tai tiếng nào đang bị vô số tin tức của thị trường giá xuống giai đoạn 2000 – 2002 chi phối. Hoàn toàn có thể tránh được việc mua phải cổ phiếu của những công ty tai tiếng như Enron, Tyco và WorldCom. Các nhà đầu tư thất bại do mua phải cổ phiếu của những công ty trên là bởi họ đã dựa vào những tin đồn nhảm và nhận định của phố

Wall, thay vì tìm kiếm sự thật về sức mạnh của các công ty này. Mười lăm tiêu chí trong cuốn sách trình bày và phân tích những đặc điểm kinh doanh rất cơ bản, không thể giả mạo của các doanh nghiệp. Phương pháp "lời đồn đại" của cuốn sách khuyên bạn nên tránh những trò bịp bợm và tìm kiếm thông tin về công ty mà bạn định mua cổ phiếu (công ty mục tiêu) từ những nguồn tin cậy như: đối thủ cạnh tranh, khách hàng và nhà cung cấp của nó, tất cả các đối tượng này đều có lợi ích chung khi đề cập đến những thông tin chân thực về công ty này, và họ hoàn toàn có đủ cơ hội, thông tin để nhận định chính xác về công ty. Điều này có nghĩa là nói chuyện với đại diện bán hàng của các công ty đối thủ, những người vốn có cơ sở để đánh giá tiêu cực về công ty mục tiêu của bạn nhưng sẽ không thể làm vậy nếu đối thủ quá lớn. Điều đó cũng có nghĩa là nói chuyện với những nhà nghiên cứu hay quản lý của các công ty đối thủ. Nói đơn giản là nếu tất cả những người bạn nói chuyện đó thấy được thực chất và năng lực hoạt động của công ty mục tiêu, và vị nể hoặc thậm chí kính sợ nó, thì các công ty đó nhất định không phải là các công ty tai tiếng như Enron hay Adelphia . Và với việc phân tích thông tin nghiêm túc trước khi đầu tư, họ hoàn toàn có thể yên tâm về các lựa chọn của mình.

Ở khía cạnh nào đó, phương pháp "lời đồn đại" là một loại hình nghệ thuật nhận diện các đặc trưng của 15 tiêu chí đầu tư chứng khoán. Nó là sự khác biệt giữa việc học chơi Piano (học đàn) và soạn nhạc (nghệ thuật). Theo đuổi nghệ thuật cần thời gian. Bạn sẽ không thể soạn nhạc cho đến khi có thể trình diễn điêu luyện. Ở hầu hết các lĩnh vực, bạn có thể học nghề bằng cách bắt chước, nhưng có một số lĩnh vực bạn không thể làm như vậy. Bạn có thể hiểu thấu nghệ thuật mà không cần có khả năng sáng tạo nghệ thuật. Hoặc sau khi đạt được trình độ điêu luyện, bạn có thể tự biến mình thành một nghệ sỹ. Nhưng cuốn sách này sẽ giúp bạn có thể cảm nhận được nghệ thuật, và thật may là nó sẽ không tốn nhiều thời gian của bạn, bởi hầu hết đó là những cảm nhận thông thường. Vấn đề của hầu hết các nhà đầu tư là không biết và cũng không hề cố gắng vận dụng những cảm nhận thông thường. Nhưng Cổ phiếu thường, lợi nhuận phi thường sẽ chỉ cho bạn thấy phải làm thế nào.

Hãy suy nghĩ một chút về 15 tiêu chí này. Tôi biết các bạn chưa từng đọc chúng. Tôi sẽ mô tả ngắn gọn những gì 15 tiêu chí này đề cập đến, và các bạn sẽ thấy ngay sự hữu ích của chúng. Sau đó các bạn có thể đọc cuốn sách của cha tôi và cảm nhận nó.

15 tiêu chí của cha tôi đưa ra nguyên tắc chỉ dẫn loại chứng khoán nên mua. Chúng miêu tả một công ty cần có sản phẩm tuyệt vời và thị trường tiềm năng lớn, cùng một ban quản lý quyết tâm tiếp tục khai thác tiềm năng đó vượt xa dòng sản phẩm hiện tại. Nguyên tắc này chỉ ra hiệu quả nghiên cứu tạo ra sản phẩm mới, kết hợp với đội ngũ nhân viên kinh doanh giỏi sẽ vượt qua mọi trở ngại trong việc phân phối sản phẩm hiện tại cũng như tương lai đến với người tiêu dùng. Nó cũng có nghĩa là công ty phải có khả năng sinh lợi từ nhóm sản phẩm nòng cốt sao cho

biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ lợi nhuận gộp đủ để trang trải các khoản chi phí điều hành và phụ phí. Ngoài ra, nguyên tắc trên còn đòi hỏi công ty phải có kế hoạch cụ thể, thực tiễn nhằm duy trì và cải thiện vĩnh viễn khả năng gia tăng lợi nhuận, sự thỏa mãn, lòng trung thành và năng suất của người lao động, ở mọi vị trí khác nhau trong tương lai. Thêm vào đó, nguyên tắc này cũng đề cập việc kiểm soát chặt chi phí và một số khía cạnh đặc trưng của ngành sẽ cho phép công ty mục tiêu vượt trội hơn các công ty cùng lĩnh vực khác. Cuối cùng, tất cả những yếu tố trên cần phải được quản lý và điều hành bởi một bộ máy quản lý cởi mở, đoàn kết và liêm khiết.

Hãy xem xét những cổ phiếu bê bối hoặc danh mục đầu tư được định giá quá cao. Sẽ không có công ty nào trong số này vượt qua bài kiểm tra của phương pháp "lời đồn đại", bởi nếu bạn từng thảo luận vấn đề đó với các đối thủ cạnh tranh, bạn sẽ thấy họ chưa từng nể sợ những công ty kiểu này. Tương tự, nếu bạn hỏi khách hàng hay nhà cung cấp, họ cũng sẽ có cùng phản ứng như vậy. Khách hàng không bị ấn tượng bởi vì sản phẩm của công ty này không tốt hơn so với sản phẩm cùng loại của các công ty khác khác. Những đại lý bán lẻ và nhà cung cấp không ấn tượng bởi vì các khách hàng khác của họ vẫn mua và đặt hàng còn nhiều hơn – doanh thu chủ yếu của các đại lý này không phải từ sản phẩm của công ty này. Và các đối thủ không cần phải sợ công ty này, vì nó không có khả năng khiến họ mất lợi thế cạnh tranh.

15 tiêu chí giúp bạn dễ dàng loại bỏ các cổ phiếu bê bối trên thị trường giá xuống những năm 2000-2002, và các cổ phiếu thuộc "câu lạc bộ 95%" – những cổ phiếu công nghệ bị mất ít nhất 95% giá trị trong suốt giai đoạn giá xuống của thị trường vì chúng chỉ là những giấc mơ viển vông về cổ phiếu của các công ty hoạt động trong lĩnh vực Internet hay bất cứ thứ gì được thổi phồng vào năm 1999 chứ chẳng hề có chút thực chất nào. Hãy thử tính xem có bao nhiêu cổ phiếu của các công ty hoạt động trong lĩnh vực Internet không có lực lượng bán hàng, tiếp thị thật sự (đương nhiên là chúng không tạo ra mối đe dọa nào đối với các đối thủ cạnh tranh), không hề có lợi nhuận, không có kế hoạch đạt được hay nâng cao lợi nhuận, không có nghiên cứu cơ bản, không có khả năng tồn tại nếu thiếu vốn trong tương lai v.v... Thậm chí chúng còn không thỏa mãn được một nửa trong số 15 tiêu chí chọn cổ phiếu. Bởi vậy, 15 tiêu chí chọn cổ phiếu sẽ giúp bạn loại bỏ rất rất nhiều công ty bất ổn khác nữa. Những tiêu chí này sẽ giúp bạn chọn được cổ phiếu của những công ty có giá trị thật sự, dù đắt hay rẻ, và cho phép bạn định hướng trong thị thường tài chính bất ổn đầy những mánh khóe lừa đảo cho dù bạn chọn cổ phiếu tăng trưởng hay cổ phiếu giá trị, của công ty nhỏ hay lớn.

Kỳ vọng và phương pháp "lời đồn đại"

Những mục tiêu của tôi và cha không bao giờ giống nhau. Nhưng cuốn sách này thỏa mãn kỳ vọng của cả hai – và của bạn nữa. Cha tôi gần như luôn luôn là nhà đầu tư chứng khoán tăng

trưởng. Còn tôi, khi còn trẻ, vì rất nhiều lý do, đã chọn đầu tư chứng khoán giá trị. Dù vậy, với một chàng trai trẻ đầy nhiệt huyết, 15 tiêu chí đầu tư vẫn giúp tôi rất nhiều, nhờ chúng tôi tìm được những công ty có giá trị cao nhưng thị giá cổ phiếu lại thấp, đó là những doanh nghiệp kinh doanh rất tốt nhưng bị thị trường bỏ qua vào giữa thập niên 1970. Cha tôi muốn đầu tư vào một công ty có thể tăng trưởng, tăng trưởng không ngừng, và thích những cổ phiếu có thể mua vào với mức giá hợp lý và không bao giờ phải bán ra. Còn tôi thì luôn mong muốn mua được cổ phiếu thật rẻ của các doanh nghiệp quy mô lớn nhưng hình ảnh lại không mấy tốt đẹp trong "con mắt" của phố Wall, loại cổ phiếu có thể tăng trưởng bền vững và được bán ra với mức giá tăng gấp nhiều lần hoặc với khoản trội giá lớn sau khoảng 5 đến 10 năm.

Theo quan điểm của tôi: Có thể áp dụng phương pháp "lời đồn đại" và 15 tiêu chí chọn cổ phiếu cho các cổ phiếu tăng trưởng cũng như các cổ phiếu giá trị, cho cổ phiếu có mức vốn hóa nhỏ, trung bình hay rất lớn. Lấy ví dụ tiêu chí thứ 5 – Biên lợi nhuận của công ty có cao không? Tiêu chí này đề cập tới tầm quan trọng của biên lợi nhuận. Ví dụ, trong một doanh nghiệp sản xuất hàng hóa không có sự tăng trưởng nhanh chóng, thì thị phần, chi phí sản xuất liên quan, và biên lợi nhuận dài hạn sẽ phụ thuộc chặt chẽ với nhau. Bộ máy quản lý trình độ cao sẽ giảm thiểu chi phí sản xuất và chiếm lĩnh thị phần nhờ tăng cường áp dụng công nghệ sản xuất tiên tiến. Nếu trình độ của bộ máy quản lý yếu kém, biên lợi nhuận sẽ giảm sút, thậm chí là bằng không. Năm 1976, tôi đã phát hiện ra Nucor, một hãng kinh doanh sắt thép có bộ máy quản lý giỏi, công nghệ đổi mới, chi phí sản xuất thấp, và thị phần khá lớn trong những phân khúc thị trường hẹp. Tôi mua cổ phiếu của Nucor và coi đó là loại cổ phiếu giá trị; cha tôi cũng kịp thời mua cổ phiếu của Nucor như tôi, nhưng ông coi đó là loại cổ phiếu tăng trưởng. Vẫn sử dụng 15 tiêu chí đầu tư đó để chọn thời điểm bán ra. Tôi đã bán cổ phiếu của Nucor ngay vài năm sau và thu lợi nhuận kếch xù, còn cha tôi tiếp tục giữ chúng trong nhiều thập kỷ rồi mới bán ra và thu được khoản lợi nhuận lớn hơn của tôi nhiều. Khi đó, Nucor đã trở thành hãng sản xuất thép lớn thứ hai của Mỹ.

Nếu bạn muốn kéo dài sự nghiệp đầu tư thành công của mình, thì tôi thành thực khuyên bạn hãy đọc cuốn sách này nhiều lần. Lại lấy ví dụ phương pháp "lời đồn đại". Tuy chương về phương pháp này chỉ dài ba trang, nhưng chúng lại là những trang quan trọng nhất của cuốn sách. Trong nhiều năm, tôi đã áp dụng "lời đồn đại" với rất nhiều cổ phiếu theo cách riêng của tôi và đã thu được vô số hiểu biết quý báu. Bí quyết ư? Tập trung vào khách hàng, đối thủ cạnh tranh và nhà cung cấp. Tôi đã mô tả những chiến thuật đầu tư đó trong cuốn sách đầu tiên của mình – Super stocks (Những cổ phiếu siêu hạng) và nó đã trở thành một trong những cuốn sách về thị trường chứng khoán bán chạy nhất trong năm 1984-1985. Tôi hãnh diện về nó, nhưng thật sự, nó không thể sánh với Cổ phiếu thường, lợi nhuận phi thường. Cuốn sách của cha tôi có

giá trị lâu dài hơn nhiều; và mặc dù cả hai cuốn sách đều đưa ra những khái niệm mới, nhưng những khái niệm của cha tôi mang ý nghĩa bao trùm và cơ bản hơn, có thể áp dụng với nhiều loại cổ phiếu và tốn ít thời gian hơn. Cuốn sách của tôi viết về việc "học đàn", còn của cha tôi là về cả một nghệ thuật. Nghệ thuật không phải là tìm kiếm câu trả lời, mà là khám phá thêm những câu hỏi hay sinh ra từ câu trả lời của các câu hỏi trước đó. Tôi đã gặp những người thích đưa ra danh sách câu hỏi quy phạm một cách cứng nhắc, bất chấp những kết quả mà họ nhận được. Đó không phải là nghệ thuật: Bạn hỏi; ai đó sẽ trả lời. Câu hỏi hay nhất xuất phát từ câu trả lời. Và cứ tiếp tục như vậy. Khi đã có thể thực hành nhuần nhuyễn điều điều này, bạn đã trở thành một nhà soạn nhạc, một nghệ sỹ, một nhà đầu tư sáng tạo và cẩn trọng.

Từ năm 1972 đến 1982, tôi cùng cha đã đi nói chuyện với các công ty rất nhiều lần. Tôi chỉ làm việc cho ông trong một năm, nhưng sau đó chúng tôi đã cùng nhau thực hiện rất nhiều thứ. Khi tìm hiểu các công ty, ông luôn chuẩn bị trước các câu hỏi, đánh máy chúng lên giấy với những khoảng trống giữa các câu hỏi dành để ghi chú thích. Ông luôn thích chuẩn bị trước mọi thứ, và muốn các công ty biết điều đó để họ đánh giá cao sự chuẩn bị này. Thông thường cha tôi đưa ra một bản tóm tắt các câu hỏi xung quanh vấn đề mà công ty quan tâm đề phòng trường hợp cuộc thảo luận đi vào bế tắc. Và như vậy, ông hoàn toàn có thể làm chủ cuộc thảo luận với những câu hỏi đã chuẩn bị sẵn. Nhưng các câu hỏi đặc sắc nhất luôn xuất hiện bất chợt, không nằm trong số câu hỏi được chuẩn bị trước, không được viết ra, bởi ông chỉ nảy sinh câu hỏi này sau khi nghe câu trả lời. Những câu hỏi sáng tạo đó chính là nghệ thuật. Theo tôi, chúng là minh chứng cho sự xuất sắc trong việc đặt vấn đề của ông.

Cha tôi có một trí tuệ siêu việt về tài chính, kinh tế. Tôi muốn kể cho bạn câu chuyện về câu hỏi hay nhất mà ông thường sử dụng khi phỏng vấn các doanh nghiệp, đó là: "Cái gì doanh nghiệp của ngài đang định làm mà những đối thủ cạnh tranh của ngài chưa làm?" Một câu hỏi tuyệt vời! Điểm nhấn ở đây nằm trong từ "chưa làm" ("yet"). Đáng ngạc nhiên là ở chỗ khi các bạn hỏi các nhà đầu tư câu này, họ thường cảm thấy bối rối vì chưa bao giờ nghĩ đến việc công ty mà họ đầu tư sẽ làm những gì các đối thủ khác bỏ qua.

Một doanh nghiệp luôn tự đặt cho mình câu hỏi đó sẽ không bao giờ thỏa mãn với bản thân. Doanh nghiệp đó sẽ không bị tụt lại phía sau và không bao giờ rơi vào tình trạng khó khăn vì thiếu những kế hoạch phù hợp cho tương lai. Doanh nghiệp đó kết hợp được bộ máy quản lý thông minh với tính liêm khiết và đảm bảo đủ 15 tiêu chí của cha tôi. Câu hỏi "Cái gì doanh nghiệp của ngài đang định làm mà những đối thủ cạnh tranh của ngài chưa làm?" mang ý nghĩa định hướng phát triển sản phẩm mới, thị trường mới cạnh tranh với những sản phẩm của các hãng khác để phát triển và vượt lên nhằm mang lại sự thỏa mãn cao nhất cho khách hàng, các

nhân viên, và các cổ đông. Câu hỏi đó chính là khát vọng theo đuổi suốt cuộc đời cha tôi và cũng là nền tảng của 15 tiêu chí mà cuốn sách này đề cập.

Công ty quản lý quỹ đầu tư của tôi đã áp dụng 15 tiêu chí này và phương pháp lời đồn đại vào các công ty của nhiều ngành khác nhau – những công ty ban đầu có quy mô nhỏ nhưng bứt phá về sau. Chúng bao gồm các công ty bán lẻ, các công ty công nghệ cao, các công ty cung cấp dịch vụ, các công ty sản xuất, kinh doanh thép, hóa chất, hàng tiêu dùng, kinh doanh sòng bạc...

Hiện tại, công ty quản lý quỹ đầu tư của tôi có hơn 500 nhân viên, quản lý hàng tỷ đô-la nhắm vào nhiều mục tiêu khác nhau khi mua các loại cổ phiếu trên khắp thế giới. Nếu bạn là một nhà đầu tư cá nhân, bạn vẫn hoàn toàn có thể áp dụng 15 tiêu chí đầu tư trong cuốn sách này. Hãy sử dụng chúng khôn khéo theo cách mà tôi đã làm khi còn là một chàng trai trẻ không có trong tay những máy móc mà ngày nay tôi đang sở hữu. Và có lẽ bạn không thể đầu tư vào nhiều loại cổ phiếu như tôi, nhưng bạn cũng không cần điều đó. Tôi muốn nhấn mạnh rằng, 15 tiêu chí này đáng để nghiên cứu, cho dù bạn chỉ sử dụng chúng theo cách cha tôi hình dung ban đầu hay sáng tạo thêm, tất cả hay chỉ một vài tiêu chí riêng biệt, để lựa chọn các cổ phiếu nội địa hoặc cổ phiếu của các doanh nghiệp nước ngoài, các cổ phiếu giá trị hay cổ phiếu tăng trưởng, đầu tư vào cổ phiếu của một công ty đại chúng hay bỏ vốn mua các doanh nghiệp tư nhân. Tất cả đều có thể áp dụng các tiêu chí này.

Những vấn đề lý thú khác

Nói như vậy không có nghĩa là chỉ có phương pháp "lời đồn đại" và 15 tiêu chí đầu tư chứng khoán là có giá trị trong *Cổ phiếu thường, lợi nhuận phi thường.* Đó chỉ là những điều mà tôi nghĩ là đáng giá nhất trong cuốn sách này. Giống như viên kim cương nhiều cạnh, cuốn sách còn những điểm sáng khác, nhỏ hơn cũng rất đáng lưu ý. Ví dụ, vào năm 1990, tôi đã là một chuyên gia đầu tư thành công với 18 năm kinh nghiệm và phụ trách một chuyên mục cho tạp chí *Forbes* nổi tiếng được sáu năm. Tôi đã tham gia viết phóng sự về nguy cơ cuộc chiến tranh ở Trung Đông do Saddam Hussein phát động. Khi nguy cơ này ngày càng tăng, các nhà đầu tư trở nên rụt rè hơn và thị trường trở nên ảm đạm. Tôi đã nghiên cứu khá kỹ về lịch sử và từng viết hai cuốn sách về lịch sử tài chính. Các kinh nghiệm trong quá khứ chỉ ra cho tôi thấy đó là thời điểm "Hãy mua vào". Cuối tuần, tôi quyết tâm xem kỹ lại Chương 8, "Năm điều các nhà đầu tư nên tránh", và Chương 9 "Thêm năm điều các nhà đầu tư nên tránh" trong phần một của cuốn sách. Tôi biết rằng, nỗi lo sợ chiến tranh chính là một cơ hội mua vào tuyệt vời. Từ tình hình thị trường, cùng với một vài dự đoán về nền kinh tế, tôi đã mạnh dạn khuyến khích mọi người "mua vào" trên tạp chí Forbes. Nhận định của tôi đã đúng. Các bạn cũng có thể tìm thấy những điều có ích giống

như vậy từ biến động trong cuộc khủng hoảng của thị trường giá xuống những năm 2000-2002, và biết đâu là một cuộc chiến Saddam Hussein II.

Như tôi đã trình bày, vào năm 2002, thị trường giá xuống gặp phải khủng hoảng tệ hại nhất tính từ khi tôi bắt đầu sự nghiệp năm 1974, thậm chí là từ cuộc Đại suy thoái 1937-1938. Rất nhiều nhà đầu tư trắng tay khi đặt quá nhiều kỳ vọng vào các phi vụ lớn nhưng bị thất bại. Những nhà đầu tư có quan điểm khác cũng gặp phải sự chán chường, trống rỗng. Liệu cha tôi sẽ nói gì trong hoàn cảnh đó. Có lẽ cha sẽ nói với các bạn là hãy mong đợi. Ông sẽ giải thích đơn giản là chủ nghĩa tư bản sẽ sớm hồi phục, Hoa Kỳ và các nước phương Tây sẽ tiến bộ, rằng các bạn sẽ tranh cãi về đâu là điểm đáy của thị trường, và rằng chính ông cũng không giỏi dự đoán nó. Ông sẽ nói nếu sở hữu cổ phiếu của những công ty thỏa mãn 15 tiêu chí ông đưa ra và không bán chúng đi do chạy theo "mốt" và tính đồng bóng nhất thời, thì bạn sẽ dễ dàng vượt qua giai đoạn khó khăn này. Cha tôi cũng sẽ khuyên những ai chưa sở hữu cổ phiếu của các doanh nghiệp, thì đây là thời điểm thích hợp nhất để mua các loại chứng khoán thỏa mãn 15 tiêu chí của ông. Thị trường vào năm 2000-2002 đã cẩn trọng với điều đó. Liệu thị trường có suy giảm hơn nữa trước khi hồi phục trở lại không? Có lẽ cha tôi luôn biết khả năng đó là có thể. Tuy nhiên, ông sẽ nói thị trường không thể suy giảm trong dài hạn. Liệu cha tôi có tính cắt giảm, bán bớt cổ phiếu đi để tránh những rủi ro sẽ gặp phải? Không bao giờ. Đó là việc ông ghét nhất. Đúng vậy, cha tôi đã từng bán bớt cổ phiếu để cắt lỗ vài lần trong sự nghiệp đầu tư lâu dài của mình, nhưng đó là khi ông đã biết chắc thị trường vẫn chưa rớt giá và vẫn đứng vững, chứ không phải là sau khi nó đã sụt giảm.

Liệu cha tôi có sợ Saddam Hussein, Osama bin Laden, hay nạn khủng bố? Không. Hay ông sợ chiến tranh? Trong cuốn sách này, cha tôi sẽ trực tiếp nói với các bạn là không phải vậy. Hay ông ngưỡng mộ Tổng thống Bush vì đã thúc đẩy chiến tranh? Không. Cha tôi không ngưỡng mộ các vị Tổng thống lắm bởi họ là chính khách, mà ông thì không quan tâm nhiều đến chính trị; một số ít các chính trị gia ông từng quan tâm không nắm giữ chức vụ cao. Cha tôi đã nói, "Chức vụ càng cao, càng nói dối nhiều". Ông ghét chiến tranh và hiếm khi chấp nhận lời bào chữa cho việc đó. Liệu ông có lo lắng về những điều tiêu cực khác trong giới truyền thông đương thời, như tính liêm chính của một doanh nghiệp, khả năng ngập sâu thêm vào suy thoái kinh tế, tỷ lệ P/E cao, chính phủ của Brazil có thể bị vỡ nợ, hay bất cứ điều gì khác? Không, không nhiều. Thay vì chăm chăm nhìn vào những khía cạnh tiêu cực, cha tôi dành nhiều thời gian để phân tích nền tảng cơ bản của các cổ phiếu mà ông đang sở hữu, và xem có nên tiếp tục giữ chúng hay không. Cũng có thể ông sẽ thay thế các cổ phiếu yếu nhất trong danh mục của mình bằng các cổ phiếu mới tốt hơn. Ông luôn xem thị trường biến động, suy giảm như một cơ hội tuyệt vời để nâng cấp chất lượng số đầu cổ phiếu mà ông đang sở hữu.

Vào cuối sự nghiệp của mình, khi được hỏi về việc dự đoán thời điểm nên mua hay bán chứng khoán và các vấn đề của ngành chứng khoán, cha tôi thường trả lời theo kiểu: "Con trai tôi đã chứng minh rằng nó có thể làm được những điều hơn hẳn tôi, và đây là những gì nó nói... nhưng, tôi vẫn chưa tin tưởng nó." Cha tôi chưa bao giờ tin tưởng bất cứ ai có thể đưa ra những quyết định như vậy cho ông. Ông chỉ tin tưởng vào việc sở hữu cổ phiếu của các doanh nghiệp thỏa mãn 15 tiêu chí (của ông). Và ngày nay, ông vẫn vậy.

Trong sự nghiệp của mình, tôi thường xuyên nghe mọi người nói rằng: (a) tôi đã sai lầm (điều này có lẽ khá đúng) và (b) cha tôi sẽ không bao giờ làm những điều tôi đang làm. Nói chung, tôi biết rằng họ không thể hiểu rõ suy nghĩ của cha tôi như tôi, và hầu hết họ chưa từng đọc cuốn sách của ông nhiều lần như tôi. Vì vậy, tôi không bao giờ quan tâm đến những lời bình phẩm của họ về những gì có lẽ cha tôi đã làm và không làm. Điều tôi muốn nhấn mạnh ở đây là, cho dù là một người hiểu rõ nhất về cha tôi trong kinh doanh, tôi vẫn đọc sách của ông nhiều hơn bất cứ ai. Thậm chí, ngay cả khi đã hiểu rõ về cuốn sách thì khi đọc lại, bạn vẫn có thể tìm thấy được những điều hữu ích. Cổ phiếu thường, lợi nhuận phi thường giống như một cuốn Kinh Thánh nhỏ về đầu tư – cuốn sách để đọc đi đọc lại nhiều lần, và những ích lợi mà nó mang lại sẽ không kết thúc ở trang cuối cùng.

Giống như tôi, các bạn sẽ tìm thấy một kho báu thật sự trong những trang sách này. *Cổ phiếu thường, lợi nhuận phi thường* đóng vai trò quan trọng trong việc hình thành những nguyên tắc đầu tư chứng khoán cơ bản. Nó không những đưa ra cơ sở thật sự của nền tảng đầu tư, mà còn là một phần không thể thiếu trong chương trình đào tạo các nhà đầu tư chứng khoán hàng đầu. Trong nhiều năm, nó là một phần của các chương trình giảng dạy trong các khóa học về đầu tư tại Stanford Graduate School of Business. Mọi sinh viên từng học tại đây đều đọc cuốn sách này, và một số đã trở thành nhà đầu tư chứng khoán hàng đầu. Nhưng không chỉ có vậy. Warren Buffett, một trong những tỷ phú giàu nhất thế giới, luôn kính trọng cha tôi và coi Cổ phiếu thường, lợi nhuận phi thường là nền tảng phát triển triết lý đầu tư của ông. Có thể thấy điều đầu tiên trong những điều cha tôi khuyên các nhà đầu tư nên tránh (chương 9) "Không nên đa dạng hóa quá mức danh mục đầu tư" – chính là chìa khóa trong triết lý đầu tư của Buffett.

Từ khi cha tôi viết cuốn sách đầu tiên cho tới cuốn thứ ba, và cũng là cuối cùng *Conservative Investors Sleep Well* (Giấc ngủ ngon cho các nhà đầu tư cẩn trọng), không có nhiều thay đổi trong các quan điểm đầu tư chính thống. Nhưng từ năm 1958 đến năm 1974, đã có rất nhiều biến đổi trong đầu tư: một đợt thị trường giá lên và một đợt thị trường giá xuống lớn, với rất nhiều mốt nhất thời và tính đồng bóng. Lúc đó, cha tôi đã 67 tuổi. Cuốn sách sau cùng của ông rất hay, nhưng không thành công bằng Cổ phiếu thường, lợi nhuận phi thường. Ông đã viết cuốn sách đầu xuất sắc đến nỗi hai cuốn sau của ông chỉ là sự tiếp nối bổ sung cho nó. Vì thế,

nếu bạn chỉ có thể đọc một cuốn sách do cha tôi viết, hãy đọc cuốn đầu tay này. Còn nếu bạn vẫn muốn đọc thêm, thì cuốn quan trọng tiếp theo là cuốn sách cuối cùng. Trong đó, các bạn cũng có thể tìm thấy những ý kiến căn bản về đầu tư. Nó chứa đựng những chủ đề mang tính thời sự nhưng luôn sống mãi với thời gian.

Tôi nghĩ rằng phần viết về công ty Motorola trong Chương 6 cuốn Giấc ngủ ngon cho các nhà đầu tư cẩn trọng là điển hình cho phong cách của cha tôi. Trong chương đó, ông đã chỉ ra tại sao Motorola, một doanh nghiệp khi đó không được nhiều người ưa chuộng, lại là một công ty lớn và vì tính toán cho tương lai dài hạn, ông sẵn sàng giữ khoản đầu tư vào công ty này bằng mọi giá. Hai mươi lăm năm sau đó, cổ phiếu của Motorola đã tăng trưởng lên gấp hơn 30 lần. Có khi nào bạn được ai đó phân tích sâu xa về tương lai của một tập đoàn trong nhiều thập kỷ tới? Gần như là không bao giờ. Liệu có ai đó sẽ giữ khư khư một loại cổ phiếu trong tận 25 năm? Đúng vậy, chắc chắn chỉ có mỗi Phil A. Fisher đã làm điều đó, và những chứng khoán Motorola – phần tài sản cá nhân lớn nhất của ông – đã luôn làm chao đảo chỉ số S&P 500. Đó đã và đang là tất cả những gì về Phil Fisher. Tìm ra một số rất ít các công ty lớn mà ông có thể thật sự hiểu và giữ cổ phiếu của chúng rất rất lâu trong khi các cổ phiếu đó đã tăng giá chóng mặt. Giấc ngủ ngon cho các nhà đầu tư cẩn trọng là cuốn sách tuyệt vời nhất mà tôi từng đọc chỉ ra cách để mua và giữ những cổ phiếu tăng trưởng mà không phải chịu rủi ro.

Nhiều năm qua, mọi người thường hỏi tôi về mối quan hệ, những kỷ niệm đáng nhớ của hai cha con và tất cả những điều khác. Trong ký ức của tôi, ông là người kể chuyện trước giờ đi ngủ hay nhất thế giới, và những câu chuyện của ông hoàn toàn chẳng liên quan gì đến thị trường chứng khoán. Rất nhiều câu chuyện trong số đó là do ông tưởng tượng ra. Giống như những đứa trẻ nhỏ, tôi yêu từng khoảnh khắc trong câu chuyện của ông. Mọi người cũng thường hỏi tôi: "Nếu anh có thể cô đọng lời khuyên của cha mình chỉ trong một câu, thì đó sẽ là gì?". Câu trả lời của tôi là: "Hãy đọc những gì ông viết và áp dụng chúng vào thực tế." Đó là những gì các bạn thu nhận được từ cuốn sách này. Hãy thưởng thức chúng.

KENNETH L. FISHER

Kings Mountain, California

Tháng 7 năm 2003

PHẦN I: CỔ PHIẾU THƯỜNG, LỢI NHUẬN PHI THƯỜNG

Lời mở đầu

Việc xuất bản một cuốn sách mới về lĩnh vực đầu tư có thể cần đến vài lời giải thích của tác giả. Bởi vậy, những bình luận sau đây phải riêng tư một chút để có thể lý giải thỏa đáng cho sự mạo hiểm của tôi khi đưa thêm một cuốn sách khác về chủ đề này tới giới đầu tư.

Sau một năm học tại trường Stanford, tốt nghiệp chuyên ngành Quản trị kinh doanh, tháng 5 năm 1928, tôi gia nhập thế giới kinh doanh. Tôi làm tại phòng thống kê của một trong những đơn vị hợp thành của Ngân hàng quốc gia Crocker-Anglo ở San Francisco và 20 tháng sau, được bổ nhiệm làm trưởng phòng. Theo cách nói ngày nay, thì tôi là một nhà phân tích chứng khoán.

Tại đây, tôi đã chứng kiến tận mắt cơn lốc chứng khoán cuồng nhiệt ngoài sức tưởng tượng, lên tới đỉnh điểm vào mùa thu năm 1929, cũng như giai đoạn khủng hoảng sau đó. Từ những gì quan sát được, tôi tin rằng đó là một cơ hội tuyệt vời trên Bờ biển phía tây cho một công ty tư vấn đầu tư có hình ảnh đối lập trực tiếp với sự mô tả kinh điển nhưng không mấy hay ho về một số nhà môi giới chứng khoán nào đó – những người biết giá cả của mọi thứ nhưng lại không hề biết giá trị của bất cứ thứ gì.

Tháng 3 năm 1931, tôi sáng lập công ty Fisher & Co., một doanh nghiệp tư vấn đầu tư phục vụ cộng đồng chung nhưng tập trung chủ yếu vào một vài công ty tăng trưởng. Hoạt động của công ty đã rất phát đạt. Sau đó, cuộc Chiến tranh thế giới thứ hai nổ ra. Trong ba năm rưỡi làm công việc văn phòng cho Không lực Hoa kỳ, tôi dành tất cả thời gian rỗi để ôn lại những hoạt động đầu tư thành công và đặc biệt là những hoạt động thất bại mà tôi đã thực hiện, cũng như các hoạt động đầu tư tôi chứng kiến trong suốt mười năm trước đó. Từ sự hồi tưởng này, tôi bắt đầu nhận ra một số nguyên lý đầu tư khác xa với một vài nguyên lý chung được thừa nhận như chân lý trong giới tài chính.

Khi giải ngũ, tôi quyết định thực hành các nguyên lý đó trong một môi trường kinh doanh ít chịu tác động bên ngoài nhất có thể. Thay vì phục vụ mọi đối tượng, hơn 11 năm, Fisher & Co., chưa bao giờ phục vụ nhiều hơn 12 khách hàng một lúc, và hầu hết các khách hàng này đã trở thành khách hàng trung thành. Tất cả hoạt động của Fisher & Co. tập trung vào một mục tiêu duy nhất là gia tăng giá trị của vốn đầu tư lớn. Tôi đã nhận ra rằng 11 năm đó là giai đoạn giá lên nói chung của thị trường chứng khoán mà bất cứ ai tham gia đầu tư cũng đều thu được lợi nhuận. Tuy nhiên, trên cơ sở bước tiến vững chắc các quỹ này đạt được trong các chỉ số đã

được thừa nhận chung của toàn bộ thị trường, tôi nhận thấy trong thời kỳ hậu chiến, việc tuân theo các nguyên tắc này còn chứng minh tác dụng rõ rệt hơn cả trong mười năm trước chiến tranh. Quan trọng hơn, tác dụng của các nguyên tắc này còn không hề giảm đi trong suốt những năm khi thị trường chung ổn định, hoặc sụt giảm so với khi tăng giá mạnh mẽ.

Khi nghiên cứu về kết quả đầu tư của tôi và những người khác, có hai vấn đề ảnh hưởng đáng kể khiến tôi viết cuốn sách này. Thứ nhất là cần có lòng kiên trì nếu muốn kiếm được lợi nhuận đầu tư lớn. Nói cách khác, việc dự đoán điều gì sẽ xảy ra với giá của một cổ phiếu thường dễ dàng hơn là dự đoán bao lâu thì sự kiện đó sẽ xảy ra. Thứ hai là những trò lừa bịp vốn có của thị trường chứng khoán. Làm những việc a dua theo người khác và những việc bạn bị xúi giục thường dẫn đến sai lầm.

Vì những lý do này mà trong nhiều năm qua, tôi đã giải thích rất cụ thể cho các cổ đông góp vốn vào quỹ của tôi về những nguyên tắc đằng sau các hành động tôi đã thực hiện. Chỉ bằng cách đó, họ mới hiểu rõ tại sao tôi lại đưa vào danh mục đầu tư một vài cổ phiếu hoàn toàn vô danh và nhất quyết không bán chúng trước khi chúng có đủ thời gian để khẳng định mình trên thị trường.

Dần dần, tôi nảy sinh mong muốn biên soạn và xuất bản những nguyên tắc đầu tư này đến mọi người. Vì thế, tôi bắt đầu dò dẫm bắt tay vào phác thảo cuốn sách. Sau đó tôi bắt đầu nghĩ đến rất nhiều người mà hầu hết có số vốn đầu tư nhỏ hơn rất nhiều các nhà đầu tư cá nhân là khách hàng của tôi. Trong suốt nhiều năm, họ đã đến gặp và hỏi tôi rằng những nhà đầu tư nhỏ như họ nên bắt đầu như thế nào để có thể thu về lợi nhuận.

Tôi nghĩ có lẽ những khó khăn đối với các nhà đầu tư nhỏ – những người một cách vô thức, thu nhận mọi ý tưởng và quan điểm mà có thể khiến họ phải trả giá đắt trong nhiều năm – là bởi vì họ chưa bao giờ được đặt vào thách thức của những quan niệm căn bản hơn. Cuối cùng, tôi nghĩ về rất nhiều cuộc thảo luận của tôi với một nhóm nhà đầu tư khác cũng rất quan tâm đến các vấn đề này, mặc dù là từ một lập trường khác. Họ là các chủ tịch hội đồng quản trị, các phó chủ tịch tài chính và kế toán trưởng các công ty đại chúng, rất nhiều người trong số họ thật sự mong muốn hiểu được càng rõ càng tốt về các vấn đề này.

Vì thế, tôi nghĩ cuốn sách của tôi là rất cần thiết và mong muốn mọi độc giả đều có thể dễ dàng lĩnh hội nó. Tôi cũng huy động rất nhiều ví dụ thực tiễn, cách diễn đạt và sự suy luận giống với cách tôi sử dụng khi truyền đạt những khái niệm tương tự tới cổ đông của các quỹ tôi từng quản lý. Hy vọng rằng, vì giá trị của những ý tưởng tôi đưa ra, các bạn có thể bỏ quá những khiếm khuyết cuốn sách mắc phải.

PHILIP A. FISHER

San Mateo, California

Tháng 9 năm 1957

1. Những manh mối từ quá khứ

Bạn có một khoản tiền trong ngân hàng. Bạn quyết định đầu tư mua vài cổ phiếu thường. Bạn đi đến quyết định trên vì bạn mong muốn kiếm được nhiều tiền hơn so với khi đầu tư khoản tiền này vào lĩnh vực khác. Vì bạn muốn thành công trên nước Mỹ. Có thể bạn nghĩ đến những năm đầu khi Henry Ford sáng lập Ford Motor Company, hay Andrew Mellon xây dựng Aluminum Company of America, và băn khoăn liệu mình có tìm được những doanh nghiệp trẻ tiềm năng giúp tạo nền tảng cho vận may tương lai cho bạn? Cũng có thể chỉ vì dường như bạn thấy lo lắng, vì thế bạn muốn tìm một chốn an toàn phòng cơn mưa bão. Do vậy, sau khi nghe ngày càng nhiều về lạm phát, bạn ao ước có một điều gì đó an toàn và bảo vệ bạn khi sức mua của đồng đô-la đang giảm sút mạnh.

Có thể, động cơ thật sự của bạn là sự tổng hợp của một số động cơ nói trên. Cũng có thể do bạn nghe nói hàng xóm kiếm được nhiều tiền từ chứng khoán hoặc nhận được một tài liệu giải thích tại sao cổ phiếu của Midwestern Pumpernickel giờ đây là một món hời. Tuy nhiên, đằng sau tất cả điều này chỉ có một động cơ căn bản duy nhất. Dù vì bất kỳ lý do nào, và bằng bất cứ cách nào, bạn mua cổ phiếu thường là để kiếm tiền.

Vì thế, dường như thật logic nếu trước khi bạn nghĩ đến việc mua một loại cổ phiếu thường nào đó thì bước đầu tiên là xem xét kinh nghiệm của những người kiếm được nhiều tiền nhất. Nếu quan tâm đến lịch sử thị trường chứng khoán Mỹ, bạn sẽ biết được hai phương pháp kiếm tiền khác nhau. Vào cuối thế kỷ XIX và đầu thế kỷ XX, nhiều người kiếm được những tài sản lớn và nhỏ bằng cách đặt cược vào các chu kỳ kinh doanh. Trong thời kỳ hệ thống ngân hàng không ổn định do bùng nổ và phá sản theo chu kỳ, việc mua cổ phiếu của các công ty tại thời điểm xấu và bán ra tại thời điểm tốt thu được kết quả khả quan. Điều này đặc biệt đúng đối với những người hiểu biết sâu sắc về tài chính, những người biết thông tin về thời điểm hệ thống ngân hàng gặp khó khăn trước người khác.

Tuy nhiên, có một thực tế quan trọng cần phải ghi nhận, đó là ngay cả trong giai đoạn thị trường chứng khoán mà khởi đầu với sự ra đời của Cục dự trữ liên bang (FED) năm 1913, và kết thúc khi luật chứng khoán và hối đoái được thông qua vào buổi đầu của chính quyền Franklin D. Roosevelt , thì những người sử dụng phương pháp khác cũng đã kiếm được nhiều tiền hơn và chịu ít rủi ro hơn. Tìm ra các công ty thật sự đáng chú ý và giữ cổ phiếu của chúng qua giai đoạn biến động của thị trường đã mang lại cho nhiều nhà đầu tư khoản lợi nhuận hơn hẳn những người cố gắng mua cổ phiếu khi giá rẻ và bán khi giá đắt.

Nếu kết luận này gây ngạc nhiên, thì lời khuyên rút ra từ nó còn gây ngạc nhiên hơn. Đây là chiếc chìa khóa đầu tiên mở cánh cửa giúp đầu tư thành công. Trong danh sách các cổ phiếu niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Mỹ ngày nay, rất nhiều cổ phiếu của các công ty mà nếu cách đây 25 đến 50 năm bạn bỏ 10.000 đô-la đầu tư vào chúng, thì giờ đây khoản đầu tư đó có giá trị phổ biến là 250.000 đô-la hoặc gấp vài lần. Nói cách khác, trong suốt cuộc đời, hầu hết các nhà đầu tư đều có vô số cơ hội đầu tư để gây dựng nền tảng cho tương lai vững chắc của chính họ hay cho con cái họ. Những cơ hội ấy không đòi hỏi phải tiến hành giao dịch vào đúng thời điểm thị trường tụt xuống đáy. Trong nhiều năm, cổ phiếu của các công ty này luôn sẵn có tại nhiều mức giá có thể đem lại lợi nhuận. Việc bạn cần làm là phải lọc ra một số ít những công ty có triển vọng đầu tư xán lạn từ rất nhiều công ty mà tương lai biến động khôn lường.

Ngày nay, liệu có còn những cơ hội đầu tư có thể mang lại tỷ lệ lợi nhuận cao trong tương lai hay không? Nếu câu trả lời là có, thì cách tạo ra lợi nhuận từ việc đầu tư vào cổ phiếu thường bỗng trở nên rõ ràng. Thật may mắn, có nhiều bằng chứng cho thấy ngày nay những cơ hội còn tuyệt vời hơn rất nhiều so với 25 năm đầu thế kỷ XX.

Nguyên nhân dẫn đến sự khác biệt này là do những thay đổi căn bản về bộ máy quản lý, và cách giải quyết công việc kinh doanh. Trong thế hệ trước, lãnh đạo các tập đoàn lớn thường là thành viên trong gia đình. Họ coi tập đoàn như sở hữu cá nhân và hầu như không chú ý đến lợi ích của các cổ đông khác. Vấn đề là ở chỗ thông thường chỉ có con trai hoặc cháu trai được đào tạo để tiếp quản công việc khi những người đi trước không còn phù hợp. Nói chung, việc tuyển chọn các tài năng xuất sắc nhất để bảo vệ khoản đầu tư của các cổ đông hiếm khi được nhà quản lý coi trọng. Dưới sự quản lý tập quyền, các nhà quản lý kinh nghiệm lâu năm có xu hướng chống đối cải cách, đổi mới, và thường xuyên từ chối lắng nghe những đề nghị hay góp ý, phê bình. Điều này khác xa với môi trường cạnh tranh ngày càng cao cùng với việc nỗ lực tìm kiếm mọi cách để trở nên hoàn thiện hơn như hiện nay. Giờ đây, cách quản lý hàng đầu là không ngừng tự phân tích, tìm kiếm sự đổi mới, thường xuyên đi khảo sát bằng cách tham khảo ý kiến của các chuyên gia để thu được những lời khuyên tốt.

Trước đây, luôn có một nguy cơ là những tập đoàn hấp dẫn nhất sẽ không tiếp tục dẫn đầu trong lĩnh vực đó, hoặc nếu có thì các thành viên trong công ty cũng sẽ chiếm đoạt tất cả lợi ích cho bản thân họ. Ngày nay, các nguy cơ trong đầu tư như thế chưa biến mất hoàn toàn, nhưng khó có thể trở thành hiểm họa đối với nhà đầu tư cẩn trọng.

Khía cạnh thay đổi đáng chú ý trong quản lý doanh nghiệp đó là nếu sự phát triển của nghiên cứu doanh nghiệp được tiến hành song song với thử nghiệm công nghệ mới, thì doanh nghiệp sẽ đem lại lợi nhuận lớn cho cổ đông. Như vậy, việc nghiên cứu sản phẩm công nghệ mới sẽ đem

lại kết quả tuyệt vời với lợi nhuận không ngừng tăng cho cổ đông. Ngay cả hiện nay, cũng chỉ có rất ít nhà đầu tư hình dung được sự phát triển này diễn ra nhanh như thế nào, và liệu nó sẽ tiến xa đến đâu cũng như tác động của nó đối với chính sách đầu tư cơ bản.

Thực tế, ngay cả vào cuối những năm 1920, chỉ có khoảng một nửa tá tập đoàn công nghiệp thành lập các tổ chức nghiên cứu đúng nghĩa. Theo tiêu chuẩn ngày nay, quy mô của chúng là nhỏ. Phải cho đến khi vì lo sợ Adolf Hitler, kiểu hoạt động này mới được thúc đẩy vì mục đích quân sự, nhờ đó nghiên cứu công nghiệp mới thật sự bắt đầu phát triển.

Từ đó, các nghiên cứu liên tục phát triển. Một cuộc khảo sát năm 1956, đăng trên tờ *Business Week* và một loạt ấn phẩm thương mại khác của McGraw-Hill chỉ ra rằng, trong năm 1953, chi phí nghiên cứu và phát triển trung bình của các tập đoàn là 3,7 tỷ đô-la. Năm 1956, chi phí này lên tới 5,5 tỷ đô-la và theo kế hoạch phát triển hiện tại, thì con số này có thể lên tới 6,3 tỷ đô-la vào năm 1959. Đáng ngạc nhiên không kém, cuộc khảo sát này chỉ ra rằng vào năm 1959, nhiều ngành công nghiệp đang dẫn đầu của Mỹ kỳ vọng đạt được từ 15% đến hơn 20% trong tổng doanh thu từ những sản phẩm chưa được thương mại hóa của năm 1956.

Mùa xuân năm 1957, họ tiến hành một cuộc khảo sát tương tự. Nếu kết quả năm 1956 gây bất ngờ, thì số liệu thu được trong lần khảo sát này hẳn gây một cú sốc lớn. Chi phí nghiên cứu đã tăng 20% so với tổng chi phí năm trước, lên tới 7,3 tỷ đô-la. Điều đó cho thấy chi phí đầu tư cho nghiên cứu phát triển đã tăng 100% trong vòng bốn năm. Cũng có nghĩa chi phí nghiên cứu tăng lên thực tế trong 12 tháng là 1 tỷ đô-la, mặc dù chỉ hơn một năm trước thôi, con số này là khoản chi phí người ta dự định sử dụng cho 36 tháng tiếp theo. Chi phí nghiên cứu dự tính của năm 1960 lên tới 9 tỷ đô-la. Hơn thế nữa, tất cả các ngành công nghiệp sản xuất, chứ không chỉ một số ít ngành công nghiệp được lựa chọn để khảo sát trong lần đầu, kỳ vọng 10% doanh thu năm 1960 là từ những sản phẩm mới mà ba năm trước chưa được thương mại hóa. Trong một số ngành công nghiệp cụ thể, sản lượng bán ra cao gấp nhiều lần, đơn thuần là nhờ thay đổi về mẫu mã và phong cách.

Tác động của nghiên cứu trong đầu tư không phải là phóng đại. Chi phí của loại nghiên cứu này lớn đến nỗi một tập đoàn thất bại trong nghiên cứu, theo quan điểm kinh doanh có khả năng sẽ lao đao trước gánh nặng vận hành dự án. Hơn nữa, đối với cả nhà quản lý lẫn nhà đầu tư không có tiêu chuẩn dễ dàng và nhanh chóng nào để đo lường khả năng sinh lợi của nghiên cứu. Vì thế, rất nhiều dự án nghiên cứu không chắc đem lại lợi ích gì. Hơn nữa, hoàn toàn ngẫu nhiên, hàng loạt những dự án phi lợi nhuận như vậy lại bỗng dưng tụ họp lại trong một khoảng thời gian đặc thù tại ngay cả những phòng thí nghiệm kinh doanh hoạt động hiệu quả. Cuối cùng, tính từ thời điểm một dự án bắt đầu được thai nghén cho đến khi đạt được hiệu quả để mang lại lợi

nhuận thì thường phải mất từ bảy đến mười một năm. Vì thế, chắc chắn ngay cả những dự án nghiên cứu sinh lợi cũng phải ngốn khoản chi phí lớn trước khi thu về lợi nhuận cho cổ đông.

Tuy nhiên, nếu một nghiên cứu sơ sài sẽ phải trả giá cao, thì việc hầu như không nghiên cứu sẽ còn phải trả giá đắt hơn. Sau vài năm, sự xuất hiện của những nguyên liệu và máy móc mới với nhiều chủng loại sẽ thu hẹp thị trường tiêu thụ của hàng nghìn công ty, thậm chí là của tất cả các ngành công nghiệp không theo kịp thời đại. Những thay đổi căn bản trong cách thức làm việc đã diễn ra cùng với việc đưa máy tính vào sử dụng để lưu trữ dữ liệu và dùng bức xạ trong quy trình chế biến công nghiệp. Nhiều công ty tỉnh táo nhận ra những xu hướng mới, ý thức được việc tận dụng công nghệ để đạt được doanh thu bán hàng khổng lồ. Những công ty này vẫn duy trì phương thức quản lý vừa đảm bảo được hiệu quả cao nhất trong hoạt động hàng ngày, đồng thời phải đi đầu trong các lĩnh vực và vấn đề có tầm ảnh hưởng lớn trong tương lai. Chắc chắn, những cổ đông may mắn của các công ty này sẽ "lời to".

Ngoài những ảnh hưởng do thay đổi tầm nhìn trong quản lý và xu hướng nghiên cứu tăng nhanh, còn một nhân tố thứ ba mang lại cho các nhà đầu tư ngày nay nhiều cơ hội hơn so với những thập kỷ trước. Ở phần tiếp theo của cuốn sách đề cập đến thời điểm nên mua hay bán cổ phiếu, chúng ta sẽ thảo luận kỹ hơn những yếu tố ảnh hưởng đến chu kỳ kinh doanh mà đáng lẽ các chính sách đầu tư nên đưa vào. Còn trong phần này, tôi muốn đề cập một chút về những ảnh hưởng của nhân tố thứ ba, đó là sự thay đổi chính sách căn bản trong cơ cấu của chính phủ liên bang đã đem lại khoản cổ tức lớn hơn cho những người sở hữu một số loại cổ phiếu thường năm 1932.

Trước và sau năm đó, cho dù không có mấy công lao trong thay đổi đó, cả hai đảng chủ chốt vẫn luôn được hưởng công trạng về bất cứ sự thịnh vượng của nền kinh tế trong giai đoạn họ cầm quyền. Ngược lại, khi cổ phiếu đột ngột sụt giá, họ cũng dễ dàng bị phe đối lập và công chúng buộc tội. Tuy nhiên, trước năm 1932, ban lãnh đạo của cả hai đảng đều cần được nhìn nhận nghiêm túc về việc liệu có chút đạo đức hay khôn ngoan chính trị nào không khi chủ động tạo ra thâm hụt ngân sách khổng lồ vì mục đích chống đỡ cho một số ngành kinh doanh yếu kém? Dù cho đảng nào cầm quyền thì nó cũng đã không xem xét nghiêm túc việc nó đã ngăn chặn tình trạng thất nghiệp bằng những phương thức hết sức tốn kém.

Từ sau năm 1932, mọi thứ đều đảo ngược. Không chắc là Đảng Dân chủ có ít công trạng hơn Đảng Cộng hòa trong việc cân bằng ngân sách liên bang. Tuy nhiên, ngoại trừ Cựu Bộ trưởng Tài chính Humphrey , từ tổng thống Eisenhower trở xuống, ban lãnh đạo có thẩm quyền của Đảng Cộng hòa nhiều lần nhắc đi, nhắc lại rằng nếu tình hình kinh doanh đi xuống họ sẽ không do dự giảm thuế và sử dụng bất kỳ biện pháp nào nhằm giảm thâm hụt ngân sách để duy trì sự thịnh

vượng của nền kinh tế và khắc phục tình trạng thất nghiệp. Điều này hoàn toàn khác xa so với những học thuyết phổ biến trước khi cuộc Đại suy thoái xảy ra.

Ngay cả nếu thay đổi trong chính sách trên không được đông đảo mọi người chấp thuận, thì một số thay đổi khác xuất hiện cũng mang lại những kết quả tương tự, dù không ngay lập tức. Thuế thu nhập chỉ có hiệu lực dưới thời Wilson. Trước những năm 1930, nó không có ảnh hưởng gì lớn tới toàn bộ nền kinh tế. Những năm trước đó, hầu như thu nhập của liên bang là từ thuế hải quan, hay thuế đánh vào hàng nội địa. Các khoản thu này khá khiêm tốn, nhưng xét về tổng thể lại tương đối ổn định. Trái lại, ngày nay, khoảng 80% nguồn ngân sách liên bang thu được là từ thuế thu nhập doanh nghiệp hoặc thuế thu nhập cá nhân. Điều này có nghĩa là bất cứ một sự tụt giảm đột ngột nào trong giới doanh nghiệp nói chung cũng sẽ dẫn đến sự sụt giảm tương đương trong thu nhập của liên bang.

Trong khi đó, nhiều chính sách khác nhau như trợ giá nông sản, hay trợ cấp thất nghiệp đã được đưa vào các bộ luật của Mỹ. Chính vào thời điểm mà sự thua lỗ của một doanh nghiệp có thể làm sụt giảm mạnh nguồn thu của chính phủ liên bang, thì các khoản chi kiểu này đã khiến chi tiêu chính phủ tăng lên đáng kể. Thêm vào đó, quyết tâm đảo ngược bất cứ xu hướng kinh doanh bất lợi nào bằng cách cắt giảm thuế, xây dựng thêm các công trình phúc lợi công cộng, và cho các doanh nghiệp đang phải chịu sức ép lớn vay tiền, đã khiến cho một nguy cơ ngày càng rõ ràng là nếu có một cuộc suy thoái thật sự sắp xảy ra, thâm hụt liên bang có thể dễ dàng lên đến mức 25 tỷ đô-la đến 30 tỷ đô-la một năm. Các đợt thâm hụt kiểu này sẽ làm lạm phát trầm trọng hơn, cũng giống như đợt thâm hụt do chiến phí gây ra đã dẫn đến tình trạng giá cả leo thang thời hậu chiến.

Điều này có nghĩa là nếu một cuộc suy thoái xảy ra, thì nó có xu hướng kết thúc sớm hơn so với một số cuộc đại suy thoái từng xảy ra trước đó. Hiện tượng lạm phát gia tăng khiến giá cả hàng hóa tăng vọt, điều mà trước đây từng giúp một số ngành công nghiệp nhưng cũng khiến một số khác điêu đứng. Trong hoàn cảnh kinh tế đó, chu kỳ kinh doanh cũng sẽ gây ảnh hưởng lớn đến cổ đông của các công ty yếu kém về tài chính hay lợi thế cạnh tranh. Nhưng đối với các cổ đông trong các công ty có đủ sức mạnh tài chính để chống đỡ hoặc có khả năng vay vốn để chèo chống công ty từ một đến hai năm trong giai đoạn khó khăn, thì sự đi xuống của các doanh nghiệp trong điều kiện kinh tế như hiện nay chỉ là sự chững lại tạm thời của thị giá cổ phiếu của công ty đó, chứ không phải là mối đe dọa căn bản đến sự sinh tồn của bản thân khoản đầu tư từng có nguy cơ phải đối mặt trước năm 1932.

Một xu thế tài chính căn bản khác sinh ra từ khuynh hướng gây lạm phát ngày càng trở nên in sâu trong các bộ luật của Mỹ và các quan điểm về trách nhiệm kinh tế của chính phủ. Trái phiếu

đã trở thành những khoản đầu tư dài hạn không mong đợi đối với các nhà đầu tư trung bình. Mùa thu năm 1956, tỷ lệ lãi suất tăng kéo dài trong vài năm trước đó đã tạo ra một lực đẩy lớn. Khi các trái phiếu được xếp hạng cao liên tục được bán ra với giá rẻ nhất trong vòng 25 năm, rất nhiều chuyên gia tài chính đã khuyến khích chuyển đầu tư từ các loại cổ phiếu giá cao sang các loại chứng khoán thu nhập cố định. Lợi nhuận cao bất thường của trái phiếu vượt mức lợi nhuận từ cổ tức của các cổ phiếu dường như đã củng cố mạnh mẽ cho sự hoàn hảo của chính sách này. Trong ngắn hạn, sớm hay muộn thì chính sách này cũng sẽ cho thấy lợi ích. Do đó, nó có sức hấp dẫn lớn đối với các nhà đầu tư ngắn và trung hạn, và các thương gia nhạy bén về thời điểm quyết định tiến hành giao dịch. Bất kỳ suy thoái kinh tế nghiêm trọng nào gần như tất yếu sẽ khiến lãi suất tiền gửi sụt giảm và giá trái phiếu tăng lên tại thời điểm giá cổ phiếu khó có thể tăng. Tóm lại những trái phiếu được xếp hạng cao chỉ tốt cho những kẻ đầu cơ nhưng lại không tốt đối với các nhà đầu tư dài hạn. Điều này dường như trái với những suy nghĩ thông thường về ảnh hưởng của lạm phát. Tuy nhiên, bất cứ hiểu biết thật sự nào về ảnh hưởng của lạm phát cũng cho thấy tại sao điều này dường như là chân lý.

Báo cáo tháng 12 năm 1956 của The First National City Bank, chi nhánh New York đã đưa ra một bảng biểu diễn sức mua của đồng tiền giảm sút như thế nào trên toàn thế giới trong 10 năm, kể từ năm 1946 đến 1956. Bảng này bao gồm 16 quốc gia giàu có. Bất cứ một quốc gia nào trong số đó đều có giá trị đồng tiền giảm đáng kể. Thụy Sỹ có giá trị đồng tiền giảm xuống ít nhất. Thời kỳ cuối của giai đoạn 10 năm này, sức mua của đồng tiền Thụy Sỹ chỉ còn 85% so với 10 năm trước đó trong khi đó đồng tiền Chi Lê bị mất tới 95% so với giá trị ban đầu. Ở Mỹ và Canada, sự giảm sút này lần lượt là 29% và 35%. Điều này có nghĩa là tại Mỹ, tỷ lệ sụt giá hàng năm của đồng tiền trong suốt thời kỳ đó lên tới 3,4% và Canada là 4,2%. Ngược lại, số lượng trái phiếu mà Chính phủ Mỹ phát hành đã được mua ngay trong thời gian đầu của giai đoạn 10 năm với tỷ lệ lãi suất khá thấp, chỉ khoảng 2,19%. Rõ ràng là, một cổ đông sở hữu các loại chứng khoán có thu nhập cố định hoặc được xếp hạng cao chỉ thu được lãi suất thực tế lớn hơn âm 1%.

Tuy nhiên, giả sử thay vì thu được trái phiếu có tỷ lệ lãi suất tương đối thấp chiếm ưu thế trong giai đoạn đầu thì nhà đầu tư có thể mua chúng ở mức lãi suất tương đối cao nhưng chiếm ưu thế trong 10 năm sau. Báo cáo trên cũng cung cấp một vài số liệu về vấn đề này. Theo ước tính lãi suất trái phiếu của Chính phủ Mỹ cuối giai đoạn 10 năm là 3,27%, các nhà đầu tư vẫn bị lỗ nhẹ. Tuy nhiên, sáu tháng sau khi bản báo cáo đó được hoàn thành, thì tỷ lệ lãi suất lại tăng lên đáng kể, trên 3,5%. Vậy các nhà đầu tư phải làm thế nào nếu ngay từ đầu anh ta có cơ hội đầu tư với lợi nhuận ước tính cao nhất trong hơn 25 năm qua? Thực tế là, trong đa số trường hợp, anh ta khó thu được vốn đầu tư, thậm chí bị lỗ bởi hầu hết những người mua trái phiếu đều phải trả

ít nhất là 20% thuế thu nhập tính trên phần lãi thu được. Nhiều ví dụ cho thấy thuế mà những người nắm giữ trái phiếu phải trả quá cao, 20% ngay từ 2000 đô-la đến 4000 đô-la tiền lãi ban đầu. Tương tự, nếu một nhà đầu tư mua các trái phiếu đô thị miễn thuế vào thời điểm "nóng" này, tỷ lệ lãi suất thấp của các chứng khoán miễn thuế này cũng không mang lại cho các nhà đầu tư lợi nhuận thật sự.

Tất nhiên, những con số trên chỉ là kết luận cho giai đoạn 10 năm này. Tuy nhiên, chúng còn dự đoán các tình hình này là phổ biến trên phạm vi thế giới, và vì thế các xu hướng chính trị ở bất kỳ nước nào cũng khó có thể xoay chuyển được tình thế. Điều thật sự quan trọng để trái phiếu có thể trở thành khoản đầu tư dài hạn hấp dẫn là liệu có một xu hướng tương tự diễn ra trong thời gian tới hay không. Tôi cho rằng nếu toàn bộ cơ chế lạm phát được nghiên cứu kỹ thì chúng ta sẽ thấy rõ là lạm phát gia tăng kích thích tăng trưởng tín dụng – hệ quả của thâm hụt ngân sách của Chính phủ đã nới rộng cơ sở tiền gửi của hệ thống tín dụng. Thâm hụt lớn sau Chiến tranh thế giới thứ hai cũng để lại hậu quả như vậy, những nhà đầu tư trái phiếu trước chiến tranh vẫn duy trì được mức thu nhập ổn định từ các chứng khoán có thu nhập cố định nhưng thực tế họ đã mất hơn một nửa giá trị thực của các khoản đầu tư này.

Có hai khả năng có thể xảy ra. Hoặc là các doanh nghiệp sẽ tiếp tục đứng vững, cổ phiếu của chúng sẽ tiếp tục chiếm ưu thế hơn so với trái phiếu. Hoặc ngược lại, suy thoái xuất hiện, tạm thời các trái phiếu sẽ hấp dẫn hơn cả cổ phiếu hàng đầu. Tuy nhiên, hàng loạt các biện pháp nhằm giảm thâm hụt ngân sách được thực thi sẽ làm giảm đáng kể sức mua trái phiếu. Tất nhiên, suy thoái sẽ dẫn đến lạm phát gia tăng. Khó khăn ở đây là quyết định khi nào nên bán trong giai đoạn giá trái phiếu có xu hướng giảm. Trong nền kinh tế biến động phức tạp như hiện nay, các chứng khoán loại này (trái phiếu) về cơ bản phù hợp với ngân hàng, công ty bảo hiểm, và nhà cá nhân có mục đích đầu tư ngắn hạn, vì chúng không cung cấp cho nhà đầu tư dài hạn khoản lãi tương xứng để bù lại khi sức mua giảm sút.

Trước khi tìm hiểu và bàn luận sâu hơn, chúng ta nên tóm tắt ngắn gọn những dẫn chứng rất phong phú về đầu tư trong một nghiên cứu về quá khứ, từ việc so sánh những khác biệt căn bản trong quan điểm đầu tư giữa quá khứ và hiện tại. Nghiên cứu này chỉ ra rằng, phần thưởng lớn nhất luôn dành cho nhà đầu tư hoặc nhờ khả năng phán đoán tuyệt vời, hoặc nhờ may mắn, tìm được cơ hội đầu tư vào các công ty có khả năng tăng trưởng lớn mạnh về doanh thu lẫn lợi nhuận trong nhiều năm. Đồng thời, nếu biết chắc rằng đã tìm được một công ty như vậy thì chúng ta nên quyết tâm gắn bó lâu dài với nó. Những công ty này không nhất thiết phải là những công ty nhỏ và mới thành lập. Quy mô công ty không quan trọng, mà quan trọng là ban lãnh đạo công ty không những phải quyết tâm tiếp tục đạt được tăng trưởng mạnh mẽ hơn, mà còn có khả năng hoàn thành các kế hoạch của mình. Lịch sử cho thấy, sự tăng trưởng này

thường gắn liền với hiểu biết về cách thức tổ chức nghiên cứu trong nhiều lĩnh vực khác nhau của các ngành khoa học tự nhiên nhằm ứng dụng hiệu quả vào việc phát triển thị trường cũng như cho ra đời những dòng sản phẩm mới. Rõ ràng, đặc tính chung của các công ty kiểu này là bộ máy quản lý không cho phép những dự tính cho kế hoạch dài hạn cản trở họ thực hiện hiệu quả công việc kinh doanh hàng ngày. Cuối cùng, nó củng cố một niềm tin là cho dù nhiều cơ hội đầu tư tuyệt vời đã xuất hiện từ cách đây 25 hay 50 năm, thì ngày nay, chắc chắn còn có nhiều cơ hội hơn thế.

2. Sức mạnh của phương pháp "lời đồn đại"

Chương này sẽ miêu tả tổng quát các mục tiêu nhà đầu tư cần hướng đến. Nó là sự phác họa kiểu đầu tư đáng mơ ước, và làm thế nào các nhà đầu tư có thể tìm đúng cổ phiếu của những công ty có thể tăng giá mạnh trong tương lai?

Có một phương pháp rất hợp lý mà chúng ta có thể nghĩ ngay đến nhưng không thực tế. Đó là tìm các nhà quản lý cao cấp ở nhiều lĩnh vực khác nhau để đánh giá khả năng của các bộ phận trong một công ty, điều tra chi tiết ban quản trị nhân sự, khả năng sản xuất, cách thức tổ chức marketing bán hàng, hoạt động nghiên cứu, và các chức năng chính khác, để đưa ra đánh giá cuối cùng xem công ty đó có tiềm năng tăng trưởng và phát triển nổi trội không.

Phương pháp này nghe có vẻ đơn giản nhưng không may, có vài lý do khiến nó không phù hợp với các nhà đầu tư vừa và nhỏ. Thứ nhất, chỉ có rất ít người có những kỹ năng quản lý cần thiết để phân tích theo cách đó. Hầu hết họ đều giữ chức vụ cao và có công việc với mức thù lao tương xứng nên sẽ không có thời gian để làm những việc kiểu này. Hơn thế nữa, cho dù họ đồng ý làm thì cũng khó có khả năng các công ty làm ăn phát đạt cung cấp cho người ngoài mọi dữ liệu cần thiết để có thể đưa ra một quyết định chính xác. Một số thông tin thu được từ phương pháp này có thể quá giá trị hay mang lại lợi thế cạnh tranh quá cao để có thể cung cấp cho một người không hề có trách nhiệm gì với công ty.

Thật may mắn, có một phương pháp khác mà nhà đầu tư có thể áp dụng – phương pháp "lời đồn đại". Nếu thực hiện đúng, phương pháp thứ hai này sẽ giúp chúng ta có cơ sở cần thiết để đưa ra các quyết định đầu tư chính xác.

Khi tìm hiểu phương pháp "lời đồn đại" được miêu tả chi tiết trong những trang tiếp theo, hẳn các nhà đầu tư vừa và nhỏ sẽ có một phản ứng dễ nhận thấy. Đó là cho dù phương pháp này có mang lại bao nhiêu lợi ích cho người khác, chưa chắc nó đã giúp gì cho anh ta, bởi anh ta không có nhiều cơ hội áp dụng nó. Tôi hiểu là phần lớn các nhà đầu tư không có điều kiện làm được nhiều việc cần thiết để có thể đầu tư hiệu quả nhất. Tuy nhiên, tôi cho rằng họ chỉ cần hiểu sơ qua là cần cái gì và tại sao cần là đủ. Chỉ bằng cách này thì họ mới thể lựa chọn được kiểu nhà tư vấn chuyên nghiệp có khả năng hỗ trợ tốt nhất. Và chỉ theo cách này, họ mới có thể đánh giá chính xác nhất kết quả tư vấn. Hơn nữa, khi họ hiểu rằng không chỉ cần chú ý đến kết quả mà còn phải xem xét đến cách thức thực hiện, các nhà đầu tư sẽ rất ngạc nhiên bởi hết lần này đến lần khác các chuyên gia tư vấn giúp họ giàu lên và thu được nhiều lợi nhuận hơn.

“Tin vịt” trong kinh doanh là một thứ hết sức đặc biệt. Thật đáng ngạc nhiên trước bức tranh chân thực về điểm mạnh, điểm yếu của từng công ty trong ngành mà chúng ta rút ra được từ các đánh giá tiêu biểu của những người có liên quan đến công ty đó. Hầu hết mọi người, đặc biệt là những người cảm thấy chắc chắn rằng những điều mình nói vô thưởng vô phạt, sẽ rất thích nói về những việc họ đang làm và thoải mái đề cập tới các đối thủ cạnh tranh. Thử khảo sát năm công ty trong một ngành nào đó, hỏi một công ty các câu hỏi thông minh về những điểm mạnh và điểm yếu của bốn công ty còn lại, và bạn sẽ thu được rất nhiều thông tin chi tiết và xác thực đến mức ngạc nhiên về cả năm công ty này.

Tuy nhiên, ý kiến của các đối thủ cạnh tranh chỉ là một nguồn cung cấp thông tin chứ chưa hẳn là nguồn tốt nhất. Bạn sẽ ngạc nhiên không kém trước số thông tin về tình hình thực chất bạn thu được từ những người bán hàng và các khách hàng của công ty đó. Các nhà khoa học nghiên cứu tại các trường đại học, trong chính phủ, trong các công ty cạnh tranh, và hiệp hội thương mại cũng là những nguồn cung cấp thông tin vô cùng hữu ích.

Đặc biệt trong trường hợp các nhà điều hành các hiệp hội thương mại, cũng như của các tổ chức khác, thì có hai điều nhà đầu tư cần hiểu. Thứ nhất, nhà đầu tư phải biết rằng nguồn cung cấp thông tin của anh ta sẽ không bao giờ được tiết lộ. Vì vậy, nhà đầu tư phải thích nghi với điều đó. Mặt khác, mức độ nguy hiểm của việc dễ dàng vướng vào rắc rối rõ ràng đến mức người cung cấp tin sẽ không dám đưa ra các thông tin bất lợi.

Vẫn còn một nhóm khác có thể giúp các nhà đầu tư tìm kiếm các công ty tiềm năng. Tuy nhiên, nhóm này có thể sẽ có tác động tiêu cực nhiều hơn là tích cực nếu nhà đầu tư không có khả năng đánh giá hiệu quả và không tham khảo các ý kiến khác để kiểm chứng thông tin nhận được. Nhóm này bao gồm các cựu nhân viên có cái nhìn của người trong cuộc về những điểm mạnh và điểm yếu của doanh nghiệp mà họ từng làm việc, hơn nữa họ có thể nói về những điều này rất thoải mái. Tuy nhiên cần phải tìm hiểu kỹ, bởi một số nhân viên, dù đúng hay sai, cảm thấy họ bị sa thải không có lý do chính đáng hoặc họ bỏ việc do phàn nàn. Liệu cái nhìn của họ có quá thành kiến không? Nên xem xét những điều nhân viên cũ nhận xét.

Kể cả khi tập hợp được đầy đủ các nguồn thông tin khác nhau về một công ty nào đó, cũng không nhất định các thông tin này phải thống nhất với nhau. Thực ra điều đó là không cần thiết. Trong trường hợp các công ty thật sự nổi tiếng, thông tin về sự vượt trội của họ quá rõ ràng đến mức thậm chí một nhà đầu tư không giàu kinh nghiệm lắm cũng biết công ty nào phù hợp với mục tiêu và lợi ích của anh ta. Bước tiếp theo anh ta cần thực hiện là liên lạc với nhân viên công ty để tìm hiểu thêm thông tin để bổ sung vào những phần còn thiếu trong bức tranh tổng thể về các doanh nghiệp mà nhà đầu tư quan tâm.

3. Nên mua gì? (1)

15 tiêu chí chọn cổ phiếu thường

Trong chương này tôi sẽ tổng kết 15 tiêu chí mà các nhà đầu tư cần lưu ý khi tham gia thị trường chứng khoán. Một công ty vẫn có thể là khoản đầu tư hiệu quả nếu nó hoàn toàn không đạt được một số rất ít trong các tiêu chí này. Tuy nhiên tôi không nghĩ khoản đầu tư nào không thỏa mãn nhiều tiêu chí trong số đó lại có thể là một khoản đầu tư đáng giá. Một số tiêu chí này liên quan đến các vấn đề về chính sách của công ty; số khác lại liên quan đến cách thực thi chính sách. Một số tiêu chí cần được kiểm chứng rộng rãi bằng các nguồn thông tin bên ngoài, số còn lại có thể trực tiếp thu thập thông tin từ nhân viên của công ty đang tìm hiểu. 15 tiêu chí đó là:

Tiêu chí 1. *Liệu công ty có những sản phẩm và dịch vụ có đủ tiềm năng thị trường đủ lớn để tăng doanh thu ít nhất trong vài năm tới không?*

Không phải là không có cách nào để kiếm lợi nhuận một lần từ những công ty mà đường doanh thu không tăng, thậm chí đi xuống. Kết quả hoạt động kinh doanh thu được từ việc kiểm soát tốt chi phí có thể tạo ra đủ sự tăng trưởng lợi nhuận thuần của công ty để đẩy thị giá cổ phiếu của công ty lên. Cách tìm kiếm lợi nhuận như vậy trên thị trường chứng khoán được rất nhiều nhà đầu cơ hoặc những người săn cổ phiếu giá rẻ ưa chuộng. Tuy nhiên nó không đem lại mức lợi nhuận đủ để có thể hấp dẫn những người khao khát thu được lợi nhuận tối đa từ các quỹ đầu tư của họ.

Có một kiểu tình huống khác, tuy cũng không thể mang lại lợi nhuận tối đa, nhưng đôi khi giúp nhà đầu tư kiếm được một khoản lớn hơn rất nhiều. Nó xuất hiện khi có một điều kiện thay đổi mở ra một giai đoạn tăng trưởng doanh thu mạnh cho công ty trong vài năm, nhưng sau đó sẽ ngừng. Điển hình là ví dụ về những gì đã xảy ra với rất nhiều hãng sản xuất radio, khi tivi xuất hiện và phổ biến. Doanh thu liên tục tăng cao trong khoảng vài năm. Tuy nhiên, đến 1957, có đến 90% các hộ gia đình sử dụng điện ở Mỹ có tivi, do vậy đường doanh thu đã trở lại trạng thái ổn định. Những người sớm đầu cơ vào cổ phiếu ngành này trước khi đường doanh thu tăng trưởng vượt ngưỡng, đã thu được một khoản lợi nhuận kếch sù. Sau đó khi đường doanh thu thăng bằng trở lại thì những cổ phiếu của ngành này không còn hấp dẫn như trước nữa.

Ngay cả những công ty nổi tiếng nhất cũng không phải luôn có doanh thu của mỗi năm lớn hơn các năm trước. Trong một chương khác, tôi sẽ đưa ra lý do tại sao những rắc rối thông thường trong nghiên cứu thương mại và marketing sản phẩm mới có khuynh hướng khiến doanh thu gia tăng đột biến, chứ không phải tăng đều đặn qua các năm. Tính không ổn định của chu kỳ

kinh doanh cũng sẽ ảnh hưởng lớn tới việc so sánh doanh thu giữa các năm. Do đó, không nên đánh giá sự tăng trưởng theo từng năm một, mà nên đánh giá theo chu kỳ vài năm một. Thậm chí, có một số công ty còn hứa hẹn tăng trưởng cao hơn mức bình thường, không chỉ trong chu kỳ vài năm, mà còn cho cả một khoảng thời gian dài sau đó.

Có thể chia những công ty tăng trưởng mạnh mẽ từ thập kỷ này sang thập kỷ khác đó thành hai nhóm. Vì chưa tìm được cụm từ nào thích hợp hơn, tôi sẽ gọi một nhóm là "may mắn và có năng lực", còn nhóm kia là "may mắn nhờ họ có năng lực". Một yêu cầu bắt buộc với cả hai nhóm này là khả năng quản lý. Không công ty nào có thể tăng trưởng trong thời gian dài chỉ nhờ may mắn. Nó phải có và phải liên tục duy trì khả năng kinh doanh xuất sắc; nếu không nó không thể tận dụng được vận may của mình, cũng như đánh bại các đối thủ cạnh tranh.

Công ty Aluminum Company of America (Alcoa) là một ví dụ nằm trong nhóm "may mắn và có năng lực". Những người sáng lập công ty này rất có tầm nhìn xa trông rộng. Họ đã sớm nhìn nhận chính xác về tầm quan trọng của việc đầu tư nguồn lực tài chính cho sản phẩm mới. Dù vậy, không ai trong số họ hay bất cứ người nào khác ở thời điểm đó, có thể dự đoán về quy mô của thị trường các sản phẩm nhôm, những sản phẩm mà sau đó đã phát triển trong bảy mươi năm kế tiếp. Chính sự kết hợp giữa phát triển khoa học kỹ thuật và nền kinh tế đã mang lại nhiều lợi thế cho Aluminum hơn các đối thủ khác. Alcoa đã và vẫn tiếp tục yêu cầu cao về kỹ năng khuyến khích và tận dụng lợi thế của xu hướng phát triển này. Tuy nhiên, cho dù điều kiện khách quan này không tác động tới việc mở rộng thị trường của Alcoa thì công ty vẫn phát triển – dù tốc độ chậm hơn.

Công ty Aluminum đã rất may mắn khi tìm được chỗ đứng trong một ngành thuận lợi và bằng năng lực của mình, đã tận dụng rất tốt cơ hội đó. Năm 1957, cổ phiếu của Alcoa đã rớt gần 40% so với mức giá cao nhất được xác lập năm 1956. Nhưng ngay cả ở mức giá "thấp" này, giá trị cổ phiếu của công ty cũng đã tăng lên 500% so với mức giá giao dịch trung bình (chứ không phải mức thấp) của các cổ phiếu vào năm 1947 – chỉ mới mười năm trước.

Bây giờ, hãy lấy công ty Du Pont làm ví dụ về nhóm còn lại của các chứng khoán có khả năng tăng trưởng – nhóm "may mắn nhờ họ có năng lực". Ban đầu, công ty này không kinh doanh nylon, giấy bóng kính xenlôfan, licite, neoprene, vải ooclông, milar, hay bất cứ sản phẩm hấp dẫn nào mà ngày nay đã gắn liền với hình ảnh công ty và mang lại những khoản lợi nhuận lớn cho các nhà đầu tư. Trong nhiều năm trước đó, Du Pont sản xuất thuốc nổ. Vào thời bình, công ty có mức độ tăng trưởng tương đương với mức của ngành công nghiệp khai mỏ. Trong những năm gần đây, Du Pont phát triển nhanh do có thêm doanh thu từ việc mở rộng sang lĩnh vực xây dựng cầu đường. Hoạt động kinh doanh nổi bật và óc tài chính tuyệt vời kết hợp với kỹ năng

chuyên môn xuất sắc đã mang lại doanh thu trên hai tỷ đô-la mỗi năm cho Du Pont. Áp dụng các kỹ năng và kinh nghiệm thu được từ quá trình kinh doanh thuốc nổ trong những ngày đầu, công ty đã thành công mỹ mãn trong việc liên tục đưa ra thị trường sản phẩm mới, và trở thành một trong những điển hình thành công của Mỹ.

Khi mới nhìn lướt qua ngành công nghiệp hóa chất, những nhà đầu đầu tư ít kinh nghiệm thường nghĩ có một sự trùng hợp may mắn khi các công ty hóa chất có định giá đầu tư cao nhất trên rất nhiều lĩnh vực khác nhau, thường sản xuất ra những sản phẩm tăng trưởng hấp dẫn nhất của ngành đó. Họ đã nhầm lẫn giữa nguyên nhân và kết quả. Khi nghiên cứu lịch sử của những công ty như Du Pont, Dow hay Union Carbide, nhìn vào đường doanh thu của họ, chúng ta sẽ hiểu rõ làm thế nào các công ty kiểu này lại được xếp vào nhóm "may mắn nhờ họ có năng lực".

Một trong những ví dụ điển hình nhất về những công ty "may mắn nhờ họ có năng lực" là công ty vận chuyển General American Transportation. Cách đây gần 50 năm, khi công ty mới được thành lập, ngành công nghiệp cung cấp thiết bị đường sắt có vẻ là một ngành có triển vọng tăng trưởng đầy hứa hẹn. Nhưng trong vài năm gần đây, ngành công nghiệp này có dấu hiệu đi xuống. Chính sự thay đổi đó đã làm nảy sinh ý tưởng lắp ráp xe ôtô chuyên chở hàng hóa (vốn kém hấp dẫn). Sự nhạy bén và linh hoạt đã giúp General American Transportation phát triển mạnh mẽ. Chưa thỏa mãn với những điều đã đạt được, các nhà quản lý bắt đầu tận dụng lợi thế về kỹ năng và hiểu biết rút ra từ các hoạt động kinh doanh chính của họ, để bắt đầu tham gia các lĩnh vực khác không liên quan nhưng có khả năng mang lại sự tăng trưởng lớn hơn.

Một công ty có triển vọng doanh thu liên tục tăng trưởng mạnh mẽ trong một số năm tiếp theo, có thể mang lại sự phát đạt cho các nhà đầu tư cho dù công ty đó ở nhóm "may mắn và có năng lực" hay nhóm "may mắn nhờ họ có năng lực." Tuy nhiên, những điển hình như General American Transportation đã làm sáng tỏ một điều, đó là trong bất cứ trường hợp nào, nhà đầu tư cũng cần phải luôn tỉnh táo đánh giá xem liệu năng lực quản lý của công ty đó có luôn ở mức tốt nhất không; thiếu năng lực đó, doanh thu sẽ không thể tiếp tục tăng.

Việc đánh giá chính xác đường doanh thu dài hạn là cực kỳ quan trọng đối với các nhà đầu tư. Một sự đánh giá thiển cận, thiếu thận trọng có thể dẫn đến những kết luận sai lầm. Tôi đã đề cập đến chứng khoán của các công ty sản xuất radio và tivi như một ví dụ mà thay vì tăng trưởng dài hạn liên tục, cổ phiếu các công ty này lại tăng đột phá do nhu cầu mua tivi của các gia đình trên toàn nước Mỹ. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, có một xu hướng mới xuất hiện trong các công ty này: sử dụng chuyên môn điện tử để mở rộng kinh doanh sang các lĩnh vực điện tử khác như truyền thông thiết bị, truyền thông tự động hóa. Những dòng sản phẩm của các ngành

này, và trong trường hợp là ngành điện tử phục vụ mục đích quân sự hứa hẹn triển vọng tăng trưởng ổn định trong dài hạn. Tại một số công ty như vậy (ví dụ Motorola), chúng còn đóng vai trò quan trọng hơn cả hoạt động sản xuất tivi. Trong khi đó, những kỹ thuật mới phát triển đã khiến cho các mẫu tivi đầu thập niên 1960 trở nên lạc hậu, lỗi thời.

Một cải tiến tiềm năng của tivi là tivi màu. Một cải tiến khác là kết quả trực tiếp của sự phát triển công nghệ bán dẫn và vi mạch in. Đó là tivi dạng màn hình có kích cỡ và hình dạng khác với tivi treo tường ngày nay một chút. Nếu sự phát triển này đi đôi với hiệu quả thương mại thì một số ít các công ty sản xuất thiết bị truyền hình ứng dụng tốt công nghệ sẽ có doanh thu tăng đột biến, thậm chí lớn hơn và kéo dài hơn nhiều những gì mà họ đã đạt được trước đó! Những công ty như vậy có thể tìm thấy sự phát triển mạnh mẽ mở rộng hơn nữa trong một ngành đang tăng trưởng vững chắc và ngành kinh doanh điện tử phục vụ quân sự. Khi đó, chúng sẽ thu đạt mức tăng trưởng doanh thu lớn – tiêu chí đầu tiên mà nhà đầu tư nào muốn thu lợi nhuận tối đa nên xem xét.

Tôi đề cập đến ví dụ này không phải như một cái gì chắc chắn sẽ xảy ra, mà chỉ như điều gì đó rất có khả năng xảy ra. Nếu công ty được quản lý tốt, và ngành nó tham gia chú trọng tới việc nghiên cứu phát triển và thay đổi công nghệ, thì những nhà đầu tư khôn ngoan nên ý thức rằng rất có khả năng ban quản lý có thể điều hành công việc để tạo ra trong tương lai dạng đường doanh thu lý tưởng cho tiêu chí đầu tiên khi lựa chọn một công ty thực sự đáng đầu tư.

Trong trường hợp này có thể coi Motorola là ví dụ lý tưởng. Công ty đã trở thành hãng dẫn đầu nổi tiếng trong lĩnh vực máy bộ đàm hai chiều. Ban đầu thiết bị này chỉ đặc biệt dành cho xe cảnh sát và xe tắc xi, ngày nay dường như chúng đang tăng trưởng không giới hạn. Các công ty xe tải, chủ sở hữu của hầu hết các đoàn xe giao hàng, các ngành công cộng, các dự án xây dựng lớn, và đường ống chỉ là một phần nhỏ trong các khách hàng sử dụng thiết bị của công ty. Trong khi đó, sau một vài năm nỗ lực phát triển tốn kém, Motorola đã thành lập bộ phận sản xuất thiết bị bán dẫn để tìm kiếm lợi nhuận, dẫn đầu chiếm thị phần trong xu hướng tăng trưởng thần kỳ của ngành công nghiệp mới này. Công nghệ bán dẫn trở thành xương sống trong lĩnh vực máy quay đĩa âm thanh nổi, và đem lại nguồn thu gia tăng doanh thu liên tục quan trọng. Nhờ mối liên hệ có một không hai với nhà sản xuất đồ nội thất hàng đầu quốc gia (Drexel), công ty đã bán được một số lượng lớn dòng tivi giá cao. Cuối cùng, sau một vụ mua lại, nó đã đặt chân vào lĩnh vực sản xuất máy trợ thính và có thể phát triển những thiết bị đặc biệt khác. Tóm lại, mặc dù trong thập kỷ tới, một vài tác nhân kích thích quan trọng sẽ tạo ra những bước đột phá lớn chưa từng có với dòng sản phẩm phát thanh truyền hình ban đầu của công ty, nhưng hiện tại điều đó vẫn chưa xảy ra. Tuy nhiên ban quản trị công ty luôn không ngừng tận dụng nguồn lực và kỹ năng trong bản thân tổ chức để tăng trưởng liên tục. Thị trường chứng khoán có đáp lại điều

đó? Khi tôi viết xong ấn bản đầu tiên của cuốn sách này, cổ phiếu của Motorola có giá 451/2 đô-la. Ngày nay, mức giá của nó đã là 122 đô-la.

Khi nhà đầu tư nhận ra những cơ hội như vậy, lợi nhuận kiếm được sẽ lớn đến chừng nào? Hãy lấy một ví dụ thực tế trong ngành mà chúng ta đang xem xét. Vào năm 1947, một người bạn của tôi ở phố Wall đã tiến hành điều tra khảo sát ngành truyền hình non trẻ. Anh ta nghiên cứu hơn mười nhà sản xuất các linh kiện chính, vào giai đoạn thuận lợi trong năm. Anh ta đưa ra kết luận là hoạt động kinh doanh sẽ ngày càng mang tính cạnh tranh, xuất hiện sự chuyển đổi vị trí dẫn đầu giữa các hãng, và cổ phiếu của một số ngành sẽ trở nên hấp dẫn các nhà đầu tư. Tuy nhiên, điều tra cho thấy ngành thiếu hụt một số lượng lớn các bóng thủy tinh cho đèn hình. Nhà sản xuất loại sản phẩm này thành công nhất là công ty Corning Glass Works. Nghiên cứu sâu hơn các khía cạnh kỹ thuật và nghiên cứu của công ty cho thấy rõ Corning Glass Works rất phù hợp để sản xuất bóng đèn thủy tinh cho ngành truyền hình. Đây là thế mạnh kinh doanh của công ty. Vì triển vọng chung của các dòng sản phẩm khác của công ty đều thuận lợi, nên phân tích này đánh giá cổ phiếu công ty lý tưởng cho cả đầu tư cá nhân và tổ chức. Khi đó, giá cổ phiếu công ty là khoảng 20 đô-la. Sau này, một cổ phiếu được chia tách thành 21/2, và mười năm sau khi bạn tôi mua cổ phiếu của Corning Glass Works, nó đã được bán ở mức giá hơn 100 đô-la, tức là gấp 250 lần của giá mua vào.

Tiêu chí 2. *Bộ máy quản lý của công ty có quyết tâm tiếp tục phát triển các dòng sản phẩm hay những quy trình sản xuất, nhằm gia tăng hơn nữa tổng doanh thu trong khi tiềm năng tăng trưởng của các dòng sản phẩm hấp dẫn hiện tại đã bị khai thác quá nhiều?*

Những công ty có triển vọng tăng trưởng trong một vài năm tiếp theo do nhu cầu mới về các dòng sản phẩm hiện tại, nhưng không có chính sách hay kế hoạch để tiếp tục phát triển thường chỉ mang lại khoản lợi nhuận một lần. Những công ty này không có khả năng cung cấp phương tiện để đạt được lợi nhuận bền vững trong vòng 10 hoặc 25 năm, mặc dù đây mới là con đường chắc chắn nhất dẫn đến thành công. Muốn đạt được sự tăng trưởng đó, các công ty cần có nghiên cứu khoa học và phát triển kỹ thuật. Dựa trên các phương tiện trên, các công ty có thể cải tiến các sản phẩm cũ và phát triển các sản phẩm mới. Và theo cách thức đó, một ban quản trị không thỏa mãn với những bước tăng trưởng nhất thời sẽ thấy rõ thực chất của tăng trưởng là liên tục phát triển.

Nhà đầu tư thường thu được những lợi nhuận cao nhất từ những công ty coi trọng việc nghiên cứu và cải tiến công nghệ nhằm triển khai những dòng sản phẩm mới có liên quan đến phạm vi hoạt động của công ty. Điều này không có nghĩa là một công ty đáng đầu tư sẽ phải có nhiều bộ phận, trong đó một số sản xuất những dòng sản phẩm hoàn toàn khác biệt. Điều này nghĩa là

đặt nghiên cứu ở vị trí trung tâm của mỗi bộ phận, giống như một cái cây vươn ra nhiều nhánh từ thân của nó, sẽ tốt hơn rất nhiều một công ty kinh doanh những dòng sản phẩm mới không liên quan đến hoạt động chính của công ty, các sản phẩm mà nếu có thành công, thì cũng là trong những ngành hoàn toàn khác biệt với hoạt động kinh doanh hiện có.

Tiêu chí 2 dường như hơi lặp lại tiêu chí 1. Nhưng thực tế lại khác. Tiêu chí 1 đánh giá một phần tiềm năng tăng trưởng thật sự của doanh thu nhờ vào sản phẩm của một công ty. Còn tiêu chí 2 đề cập đến thái độ quản lý. Liệu công ty có nhận ra đúng thời điểm phát triển thị trường hiện tại và để tiếp tục lớn mạnh có thể họ sẽ cần tạo ra những thị trường hoàn toàn mới trong tương lai? Công ty nào có cả hai lợi thế, khả năng tăng trưởng ở tiêu chí 1 và thái độ quản lý tốt ở tiêu chí 2 sẽ có nhiều khả năng mang lại khoản đầu tư có lợi nhuận tối đa.

Tiêu chí 3. *Những nỗ lực nghiên cứu và phát triển của công ty sẽ ảnh hưởng như thế nào đến quy mô của nó?*

Không khó để lấy số liệu các khoản đầu tư hàng năm của các công ty đại chúng dành cho việc nghiên cứu và phát triển, bởi hết các công ty trên đều công bố báo cáo tổng doanh thu bán hàng hàng năm. Chỉ với vài phép toán đơn giản, chúng ta có thể biết được phần trăm doanh thu trích ra dành cho nghiên cứu và phát triển. Nhiều nhà phân tích đầu tư chuyên nghiệp thích so sánh ngân sách dành cho nghiên cứu của công ty này với công ty khác hoạt động trong cùng lĩnh vực. Đôi khi, họ so sánh nó với mức trung bình trong cùng ngành, bằng cách lấy trung bình cộng của rất nhiều công ty hoạt động trong cùng lĩnh vực. Từ đó, họ đưa ra kết luận về tầm quan trọng của nỗ lực nghiên cứu của công ty đối với khả năng cạnh tranh và lượng tiền dành cho nghiên cứu trên mỗi cổ phiếu

Số liệu trên chính là thước đo cho ta biết liệu công ty đang thực hiện rất nhiều nghiên cứu hay thực hiện chưa đủ. Nhưng nếu thiếu những hiểu biết sâu sắc thì các số liệu đó có thể bị sai lệch. Một lý do nằm ở cách công ty xác định khoản chi nào thuộc hay không thuộc chi phí nghiên cứu và phát triển. Có thể một công ty tính vào chi phí nghiên cứu khoản dành cho thiết kế bởi nó thật sự giúp điều chỉnh các sản phẩm hiện tại cho phù hợp với một yêu cầu nào đó. Ngược lại, một công ty khác sẽ tính chi phí vận hành một nhà máy sản xuất thí điểm một sản phẩm hoàn toàn mới vào chi phí sản xuất thay vì chi phí nghiên cứu. Hầu hết các chuyên gia gọi phương pháp này là chức năng nghiên cứu thuần túy bởi nó liên quan trực tiếp tới phương thức tạo ra một sản phẩm mới. Nếu tất cả các công ty báo cáo về chi phí nghiên cứu dựa trên một cơ sở kế toán có thể đối chiếu thì các số liệu liên quan đến toàn bộ các hoạt động nghiên cứu đã được tiến hành bởi các công ty nổi tiếng khác nhau sẽ không giống với những số liệu có trong chu kỳ tài chính.

Nghiên cứu cho thấy có sự khác biệt lớn giữa các công ty về lợi nhuận và chi phí nghiên cứu trong quá trình phân chia các hoạt động kinh doanh. Thậm chí, giữa các công ty được quản lý tốt nhất tỷ số dao động này dường như cũng lên tới 2:1. Điều này có nghĩa là, một số công ty hoạt động tốt thu lãi gấp đôi trên mỗi đô-la chi phí nghiên cứu so với các công ty cũng hoạt động tốt khác. Đối so sánh trong các công ty hoạt động ở mức trung bình, thì sự khác biệt giữa công ty hoạt động tốt nhất và bình thường trong số này là vô cùng lớn. Nguyên nhân là bởi những tiến bộ trong cách thức và quá trình sản xuất các phẩm mới không còn phụ thuộc vào một người tài giỏi. Chúng do nhóm các nhà khoa học trình độ cao, mỗi người một chuyên môn khác nhau, làm ra. Có người là nhà hóa học, có người là nhà vật lý chất lỏng, nhà luyện kim, hoặc nhà toán học. Kỹ năng của mỗi chuyên gia đóng góp một phần cần thiết để tạo nên những sản phẩm hấp dẫn. Cũng cần phải có trưởng nhóm nghiên cứu, người có thể kết hợp công việc khác nhau của mọi người và hướng chúng tới mục tiêu chung. Bởi vậy, số lượng hay uy tín của từng chuyên gia nghiên cứu trong mỗi công ty có lẽ sẽ bị lu mờ bởi hiệu quả làm việc theo nhóm.

Mục đích của việc quản lý là kết hợp các chuyên gia với khả năng kỹ thuật khác nhau thành một nhóm chặt chẽ và khuyến khích mỗi cá nhân trong nhóm làm việc hiệu quả nhất. Sự hợp tác chặt chẽ giữa các nhân viên nghiên cứu trong mỗi dự án phát triển và những người hiểu biết về sản xuất, bán hàng là rất quan trọng. Nếu không duy trì mối liên hệ chặt chẽ giữa nghiên cứu, sản xuất và marketing thì những sản phẩm mới được hình thành trong ý tưởng sẽ không được thiết kế và sản xuất ở mức giá rẻ nhất có thể, hoặc khi được thiết kế, cũng sẽ gặp thất bại trong việc tối đa thị phần bán hàng.

Cuối cùng, còn có một kiểu hợp tác khác để chi phí nghiên cứu đạt hiệu quả tối đa. Đó là sự hợp tác với các nhà quản lý cấp cao nhất hiểu rõ bản chất cốt lõi của nghiên cứu thương mại. Không thể mở rộng những dự án phát triển trong những năm thuận lợi và cắt giảm mạnh trong những năm không thuận lợi mà không làm tổng chi phí tăng gấp bội. Đôi khi những chương trình “cấp tốc” vẫn luôn được các nhà quản lý cấp cao ưa chuộng cũng cần thiết, nhưng chi phí thường khá cao. Chương trình cấp tốc thường xảy ra khi các nhân sự nghiên cứu chủ chốt đột nhiên bị rút khỏi một dự án mà họ đang tham gia và tập trung vào một nhiệm vụ mới dù rất quan trọng ở thời điểm hiện tại nhưng không đáng để làm gián đoạn dự án. Cốt yếu để thành công trong nghiên cứu thương mại là chọn ra nhiệm vụ có khả năng mang lại lợi nhuận cao gấp nhiều lần chi phí nghiên cứu nó. Tuy nhiên, khi một dự án được khởi động, nếu thường xuyên cho phép việc cân nhắc ngân quỹ và những nhân tố phát sinh bên ngoài cắt giảm hoặc tăng tốc dự án sẽ khiến tổng chi phí tăng lên so với lợi nhuận thu được.

Một số công ty hàng đầu lại không chú ý đến điều này. Tôi đã được nghe những nhà lãnh đạo của một vài công ty nhỏ nhưng thành công trong lĩnh vực điện tử, bày tỏ quan điểm. Đáng ngạc

nhiên là ở chỗ họ không hề lo sợ phải cạnh tranh với những người khổng lồ trong ngành điện tử. Không lo lắng về việc sản xuất các sản phẩm có tính cạnh tranh của các công ty lớn không có nghĩa là đánh giá thấp khả năng của các nhà nghiên cứu hay không lường hết được những gì chi phí mà một công ty lớn thường sử dụng cho việc nghiên cứu. Mà là do các công ty lớn thường tạm dừng các dự án đang triển khai và thực hiện các chương trình cấp tốc nhằm đạt được các mục tiêu ngắn hạn của các nhà lãnh đạo. Một vài năm trước tôi được biết một trường đại học công nghệ nổi tiếng đã khuyên các sinh viên sắp tốt nghiệp của trường không nên đăng tuyển vào một công ty dầu khí. Lý do là bởi bởi lãnh đạo của công ty đó định thuê nhân viên trình độ cao cho những dự án kéo dài khoảng năm năm. Ba năm sau, công ty không còn hứng thú với một dự án trong số đó và đã đình chỉ nó, dẫn đến lãng phí tiền của cũng như tạo ấn tượng xấu với những ứng viên định xin việc vào công ty.

Một nhân tố khác khiến việc định giá đầu tư chính xác cho nghiên cứu trở nên phức tạp, đó là làm thế nào định giá rất nhiều nghiên cứu liên quan đến hợp đồng quốc phòng. Những chương trình nghiên cứu như vậy không được thực hiện bằng chi phí của công ty, mà lấy từ ngân sách liên bang. Một số nhà thầu phụ trong lĩnh vực quốc phòng cũng có những nghiên cứu quan trọng cho lợi ích của nhà thầu chính mà họ đang cung cấp. Liệu nhà đầu tư có nên coi trọng tổng chi của dự án như vậy ngang bằng với nghiên cứu tiến hành bằng chi phí của chính công ty không? Nếu không, nên định giá nó ra sao trong tương quan với nghiên cứu được công ty bảo trợ? Giống như rất nhiều giai đoạn khác khác trong lĩnh vực đầu tư, không thể giải đáp những vấn đề này bằng công thức toán học cứng nhắc. Mỗi trường hợp lại một khác.

Biên lợi nhuận của hợp đồng quân sự luôn nhỏ hơn của hợp đồng kinh tế phi chính phủ, vấn đề là ở chỗ hợp đồng mua bán những vũ khí mới thường là mục tiêu đấu thầu cạnh tranh từ các kế hoạch của chính phủ. Điều này có nghĩa, không thể kinh doanh các sản phẩm do chính phủ tài trợ nghiên cứu như các sản phẩm do công ty nghiên cứu. Do vậy, đứng trên quan điểm của nhà đầu tư, giá trị kinh tế của các dự án nghiên cứu được chính phủ tài trợ có sự khác biệt rất lớn. Ví dụ minh họa mang tính lý thuyết dưới đây có thể cho chúng ta thấy vì sao mà ba dự án sau lại có những giá trị rất khác biệt đối với nhà đầu tư:

Một dự án sản xuất loại vũ khí mới tối tân không được phép sử dụng cho mục đích phi quân sự vì quyền sử dụng những loại vũ khí này đều thuộc chính phủ. Vấn đề là ở chỗ, sau khi phát minh ra loại vũ khí đó, công ty đã nghiên cứu nó không có bất cứ lợi thế nào so với công ty khác trong việc đấu thầu sản xuất. Những nỗ lực trong nghiên cứu như thế hầu như không có giá trị đối với nhà đầu tư.

Nhưng nếu một dự án khác cũng sản xuất loại vũ khí tương tự với công nghệ sản xuất phức tạp hơn, nên công ty không tham gia nghiên cứu ngay từ đầu rất khó sản xuất ra chúng, thì cho dù không mang lại lợi nhuận cao, một dự án nghiên cứu như vậy sẽ vẫn có giá trị vừa phải với nhà đầu tư, bởi nó sẽ tiếp tục nhận được sự hỗ trợ và bảo đảm từ phía chính phủ.

Còn công ty thứ ba sản xuất vũ khí và trong quá trình sản xuất, học được các nguyên tắc và kỹ thuật có khả năng ứng dụng cho các dòng sản phẩm thương mại thông thường, sẽ thu được lợi nhuận cao hơn nhiều. Một dự án nghiên cứu như vậy có giá trị lớn đối với các nhà đầu tư. Thành công rực rỡ nhất gần đây của một vài công ty là xuất phát từ việc được chính phủ cho phép áp dụng các kết quả nghiên cứu vì mục đích quân sự vào các lĩnh vực phi quân sự. Những công ty như vậy đang mang lại cho chính phủ những kết quả nghiên cứu thiết yếu cho quốc phòng. Và trong quá trình nghiên cứu đó, với chi phí thấp hoặc bằng không, họ cũng đồng thời thu được những lợi nhuận nghiên cứu phi quân sự mà nhẽ ra họ có thể phải tự trả. Nhân tố này là một trong những lý do chính mang lại thành công ngoài sức tưởng tượng cho tập đoàn Texas Instruments. Trong vòng bốn năm, họ đã tăng trưởng gần 500% từ mức giá 51/4 đô-la vào thời điểm bắt đầu được niêm yết trên Sàn giao dịch Chứng khoán New York vào năm 1953. Trong giai đoạn đó, giá cổ phiếu của Ampex cũng tăng 700% nhờ nhân tố trên.

Cuối cùng, một hoạt động khác cũng cần được đánh giá khi xem xét giá trị đầu tư tương đối của các tổ chức nghiên cứu trong công ty. Đây là những thứ thường không được xét đến trong nghiên cứu phát triển – nghiên cứu thị trường. Hoạt động nghiên cứu thị trường được coi như cầu nối giữa nghiên cứu phát triển và doanh thu. Những nhà quản lý hàng đầu cần phải được cảnh báo chống lại sức cám dỗ trong việc sử dụng tổng nguồn vốn vào việc nghiên cứu và phát triển một sản phẩm hấp dẫn mà khi nó hoàn thành sẽ mở ra thị trường lớn nhưng lại không đủ để thu lại lợi nhuận tương xứng. Bởi lý do đó, tôi cho rằng không bao giờ nên thỏa mãn với một thị trường chỉ đủ lớn để có thể bù lại chi phí nghiên cứu mà không mang lại nhiều lợi nhuận cho nhà đầu tư. Một tổ chức nghiên cứu cần phát triển theo hướng biến một dự án thành công về mặt kỹ thuật và không có khả năng chi trả cho chi phí của chính nó thành một dự án có thể mở rộng thị trường với khả năng bù đắp chi phí tăng gấp ba lần. Điều này sẽ nâng cao giá trị công ty trong mắt nhà đầu tư.

Nếu các thước đo định lượng – ví dụ: chi phí nghiên cứu hàng năm hay số lượng nhân viên có bằng cấp – mới chỉ là chỉ dẫn sơ sài chứ không xác định được liệu tổ chức nghiên cứu của một công ty có xuất sắc không, thì nhà đầu tư cẩn trọng phải tìm những thông tin quan trọng như thế nào? Một lần nữa, phương pháp "lời đồn đại" lại phát huy hiệu quả. Cho đến khi nhà đầu tư trung bình sử dụng phương pháp này, anh ta sẽ không thể tin nổi trước độ hoàn chỉnh của bức tranh anh ta thu được khi đặt những câu hỏi thông minh về các hoạt động nghiên cứu của một

công ty từ nhóm những nhà nghiên cứu thành phần đa dạng gồm người trong nội bộ công ty, đối thủ sản xuất dòng sản phẩm cạnh tranh, chuyên gia trong các trường đại học, trong chính phủ. Một phương pháp đơn giản và đáng giá hơn là tiến hành nghiên cứu sâu doanh thu và lợi nhuận thuần mà tổ chức nghiên cứu đóng góp cho công ty trong một khoảng thời gian cụ thể, chẳng hạn mười năm trước đó. Một tổ chức nghiên cứu cùng với khả năng hoạt động tốt đã sản xuất ra một dòng sản phẩm mới có thể mang lại lợi nhuận trong một chu kỳ kinh doanh, vẫn có thể hữu ích như vậy trong tương lai, miễn là nó tiếp tục hoạt động theo những phương pháp chung.

Tiêu chí 4. *Cách thức tổ chức bán hàng của công ty đã hiệu quả chưa?*

Trong thời buổi cạnh tranh hiện nay, chỉ có một số ít những sản phẩm và dịch vụ của vài công ty là thật sự gây được tiếng vang, và có thể tiêu thụ ở mức tối đa tại những thị trường tiềm năng của công ty. Thường thì điều này có được là nhờ đội ngũ marketing bán hàng. Việc xúc tiến bán hàng là hoạt động cơ bản nhất của các doanh nghiệp. Hoạt động marketing lặp đi lặp lại nhằm mang lại sự thỏa mãn nhất cho các khách hàng là chuẩn mực đầu tiên để tiến đến thành công. Tuy nhiên, hiệu quả nổi bật của các hoạt động marketing bán hàng của một công ty nhờ quảng cáo, tổ chức phân phối hàng hóa lại nhận được ít sự quan tâm từ phía nhà đầu tư, thậm chí cả với những nhà đầu tư cẩn trọng, so với việc sản xuất, nghiên cứu, tài chính, hay những hoạt động ngoài lề khác.

Có một lý do giải thích cho vấn đề này. Khá dễ dàng tìm ra tỷ lệ so sánh về: chi phí sản xuất, chi phí đầu tư nghiên cứu, hoặc cơ cấu tài chính với các đối thủ cạnh tranh. Tuy nhiên, không đơn giản khi lượng hóa những yếu tố như năng lực bán hàng hay phân phối. Càng để tâm nghiên cứu, chúng ta càng thấy những con số đó quá sơ sài để có thể cung cấp cho chúng ta điều gì ngoài một bước đầu gợi ý những thông tin mà chúng ta tìm kiếm. Giá trị của chúng liên quan tới hoạt động sản xuất và cơ cấu tài chính. Cho dù những tỷ lệ so sánh này có đóng vai trò gì trong chu trình tài chính hay không thì sự thật là những nhà đầu tư vẫn thích dựa vào chúng để đánh giá về công ty. Bởi những nỗ lực marketing bán hàng không phải là một đại lượng có thể tính toán bằng công thức, nên rất nhiều nhà đầu tư đã hoàn toàn bỏ qua việc đánh giá nó, mặc dù việc này rất cơ bản và quan trọng để xác định giá trị đầu tư thực tế.

Lại một lần nữa, hướng giải quyết cho tình thế này nằm ở phương pháp "lời đồn đại". Trong tất cả các hoạt động của công ty, không có hoạt động nào dễ hơn việc học tập phương thức tổ chức bán hàng của các công ty khác trong cùng ngành. Cả đối thủ cạnh tranh và khách hàng của doanh nghiệp đều biết các đáp án mà nhà đầu tư cần tìm. Họ là những người có cái nhìn chính

xác nhất về doanh nghiệp mà bạn đang quan tâm. Những nhà đầu tư cẩn trọng mất nhiều thời gian vất vả để tìm hiểu vấn đề này thường được đền đáp xứng đáng.

Tôi viết về các vấn đề liên quan đến năng lực bán hàng của một doanh nghiệp ngắn hơn phần viết về vấn đề nghiên cứu phát triển của nó. Điều này không có nghĩa là tôi cho rằng nó ít quan trọng. Trong thời buổi cạnh tranh ngày nay, cần phối hợp rất nhiều thứ quan trọng mới mang lại thành công. Việc nói vấn đề này quan trọng hơn vấn đề kia cũng giống như khi nói trái tim, phổi, hay bộ máy tiêu hóa, cơ quan nào là quan trọng nhất trong bộ máy chức năng của cơ thể. Chúng ta cần các bộ phận này đều đảm nhận tốt chức năng để có một cơ thể khỏe mạnh. Hãy tìm kiếm xung quanh bạn những công ty thu hút đầu tư. Hãy cố tìm ra một công ty không có sự phân phối chồng chéo và thường xuyên cải thiện công tác tổ chức marketing bán hàng.

Tôi đã nhiều lần nhắc đến công ty Dow Chemical, đó là vì tôi tin công ty này là một điển hình tuyệt vời cho khoản đầu tư dài hạn an toàn. Dù vậy, có một điều ít người biết là công ty này lựa chọn và đào tạo nhân sự bán hàng cũng kỹ lưỡng như khi tuyển dụng các nhà nghiên cứu hóa học làm việc cho họ. Trước khi một sinh viên vừa tốt nghiệp đại học trở thành nhân viên bán hàng cho công ty Dow, anh ta sẽ được mời tham dự vài chuyến công tác tại Midland để cả anh ta và công ty đều có thể chắc chắn rằng anh ta có tính cách và khả năng hoàn toàn phù hợp với công việc bán hàng. Sau đó, trước khi anh ta gặp các khách hàng tiềm năng của mình, anh ta phải tham gia một khóa huấn luyện đặc biệt kéo dài trong khoảng vài tuần, nhưng chia thành nhiều đợt trong năm để có thể đảm đương được những công việc bán hàng phức tạp hơn. Đây mới chỉ là khởi đầu cho những đợt đào tạo mà anh ta sẽ phải trải qua; một số nỗ lực lớn nhất của công ty là tìm kiếm những hướng đi hiệu quả để thu hút khách hàng bằng dịch vụ và hệ thống phân phối.

Không chỉ có Dow và các công ty điển hình khác trong lĩnh vực hóa chất chú ý đến việc bán hàng và phân phối sản phẩm. Trong một ngành khá khác biệt, IBM là công ty mang lại phần thưởng xứng đáng cho người sở hữu cổ phiếu của nó. Gần đây, một lãnh đạo cấp cao của IBM đã nói với tôi rằng một nhân viên bán hàng bình thường của công ty cũng sử dụng 1/3 thời gian tại các trường đào tạo do IBM tài trợ! Tỷ lệ đáng kinh ngạc này là kết quả của nỗ lực giúp khả năng bán hàng có thể bắt kịp công nghệ đang ngày càng biến đổi nhanh chóng. Tôi tin rằng những công ty thành công nhất luôn tìm cách nâng cao khả năng bán hàng của nhân viên. Lợi nhuận một lần có thể được tạo ra trong công ty nhờ những kỹ năng về sản xuất hay nghiên cứu mà không cần đến sự tổ chức phân phối thật sự mạnh mẽ. Tuy nhiên, những công ty như vậy có thể rất dễ bị tổn hại. Để có được sự tăng trưởng bền vững thì công ty cần một đội ngũ bán hàng được đào tạo và tổ chức thật tốt.

Tiêu chí 5. *Biên lợi nhuận của công ty có cao không?*

Đây là một chủ đề được giới tài chính coi như xương sống của các quyết định đầu tư bền vững. Trên quan điểm của nhà đầu tư, doanh thu chỉ có giá trị khi làm tăng lợi nhuận. Doanh thu tăng không có nghĩa là lợi nhuận sẽ tăng lên tương ứng. Bước đầu tiên để xác định lợi nhuận là nghiên cứu biên lợi nhuận của công ty, tức là xác định lợi nhuận hoạt động có được từ doanh thu tính theo đô-la. Rõ ràng có sự khác biệt lớn giữa các công ty khác nhau ngay trong cùng một ngành. Nên tiến hành bước nghiên cứu này không chỉ trong một năm mà là nhiều năm. Trong thời kỳ thịnh vượng khác thường của ngành, hầu hết các công ty đều có biên lợi nhuận rộng hơn, do đó tổng lợi nhuận tính bằng đô-la cũng cao hơn. Tuy nhiên, trong những năm thuận lợi, chính các công ty có biên lợi nhuận nhỏ hơn lại luôn luôn có tỷ lệ tăng biên lợi nhuận nhiều hơn so với các công ty có chi phí thấp (biên lợi nhuận của các công ty này cũng tăng nhưng không cao bằng). Chính điều này dẫn đến thực tế là trong một năm kinh doanh thuận lợi khác thường, những công ty yếu thế thường gia tăng phần trăm thu nhập cao hơn những công ty mạnh trong cùng lĩnh vực. Dù vậy, cần phải nhớ rằng, những thu nhập kiếm được nhanh chóng theo kiểu như vậy dễ bị sụt giảm khi hoạt động kinh doanh đi xuống.

Vì lý do này mà tôi tin rằng không thể đạt được lợi nhuận cao nhất trong dài hạn khi đầu tư vào các công ty có biên lợi nhuận thấp. Lý do duy nhất để xem xét việc đầu tư dài hạn vào một công ty có biên lợi nhuận quá thấp là khi xuất hiện những dấu hiệu chắc chắn cho thấy sự thay đổi mang tính cốt lõi sẽ xảy ra trong công ty. Sự cải thiện biên lợi nhuận xuất hiện vì các lý do khác chứ không chỉ nhờ việc mở rộng số lượng hoạt động kinh doanh tạm thời của công ty. Nói cách khác, công ty sẽ thoát khỏi danh sách những công ty có biên lợi nhuận thấp theo nghĩa đen, bởi vì lý do thật sự để mua cổ phiếu của nó là vì công ty hoạt động hiệu quả hoặc phát triển các sản phẩm mới. Khi những thay đổi nội bộ như vậy được tiến hành tại một công ty mà các khía cạnh khác đều đáp ứng tiêu chuẩn của đầu tư dài hạn, thì nó thật sự là một mục tiêu hấp dẫn.

Trong số các công ty lớn có thâm niên, hầu hết các khoản lợi nhuận đích thực được do đầu tư đều xuất phát từ những công ty có biên lợi nhuận khá rộng. Thường thì chúng nằm trong số các công ty có biên lợi nhuận cao nhất ngành. Nhưng thực tế khi áp dụng quy luật biên lợi nhuận đối với các công ty mới tham gia thị trường, hoặc một vài công ty đã hoạt động lâu năm lại có sự sai lệch khá lớn. Tại một số giai đoạn nhất định, những công ty này sẽ quyết định đẩy mạnh tăng trưởng bằng cách sử dụng tất cả hoặc một phần lớn khoản lợi nhuận kiếm được để nghiên cứu hoặc khuyến mại nhiều hơn. Vấn đề là ở chỗ việc tăng cường nghiên cứu, khuyến mại, hay tiến hành những hoạt động khác được cấp vốn hôm nay là vì mục đích tương lai của công ty, cũng chính là nguyên nhân làm biên lợi nhuận tạm thời không tăng thậm chí bằng không.

Điều cần quan tâm nhất là phải đảm bảo các hoạt động được cấp vốn bằng cách giảm biên lợi nhuận không chỉ là các hoạt động cần để thúc đẩy tăng trưởng, mà còn đem lại nhiều việc nghiên cứu, khuyến mại… hơn tỷ lệ vốn cấp. Nếu vậy, công ty có biên lợi nhuận nhỏ sẽ trở thành một khoản đầu tư cực kỳ hấp dẫn. Tuy nhiên, trừ các trường hợp ngoại lệ này, còn lại mọi nhà đầu tư mong đợi thu lợi nhuận dài hạn cao nhất nên tránh xa những công ty có biên lợi nhuận thấp hoặc bằng không.

Tiêu chí 6. *Công ty đang làm gì để duy trì hoặc cải thiện biên lợi nhuận?*

Thành công của việc đầu tư vào cổ phiếu của một doanh nghiệp nào đó không phụ thuộc vào những thông tin nói chung về doanh nghiệp tại thời điểm mua mà dựa vào những gì sẽ xảy ra sau khi cổ phiếu được mua. Do đó, biên lợi nhuận trong tương lai mới đóng vai trò quan trọng đối với nhà đầu tư.

Ngày nay dường như có một mối đe dọa thường trực ảnh hưởng tới biên lợi nhuận. Chi phí tiền lương và tiền công tăng lên theo từng năm. Ngày nay, rất nhiều ký hợp đồng lao động dài hạn, khiến các loại chi phí này càng tăng lên trong vài năm sau đó. Chi phí lao động tăng kéo theo giá nguyên liệu thô tăng lên. Tỷ lệ thuế địa phương và thuế bất động sản cũng tăng lên đều đặn. Trong bối cảnh này, những công ty khác nhau sẽ có xu hướng biên lợi nhuận khác nhau. Một số công ty ở vị trí may mắn có thể thu lợi nhuận bằng cách tăng giá bán. Thường điều này là do các công ty này nằm trong những ngành mà nhu cầu về sản phẩm của họ vô cùng nhiều, hoặc do mức giá bán của các sản phẩm cạnh tranh tăng lên, thậm chí còn cao hơn giá bán ra của chính các công ty trên. Tuy nhiên, trong nền kinh tế, việc duy trì và cải thiện biên lợi nhuận bằng cách này thường chỉ mang tính tạm thời bởi vì khả năng sản xuất cạnh tranh mới sẽ xuất hiện. Năng suất mới sẽ trở nên quan trọng hơn khoản lợi nhuận gia tăng, để đến thời điểm chi phí sẽ không kéo theo tăng giá. Biên lợi nhuận theo đó cũng bắt đầu giảm đi.

Một ví dụ điển hình về vấn đề này là sự thay đổi bất thường của thị trường nhôm vào mùa thu năm 1956, chỉ trong vài tuần, điều kiện cung cấp thiếu hụt đã bị thay thế bằng cạnh tranh bán hàng gay gắt. Trước thời điểm đó, giá nhôm cũng đã tăng do chi phí tăng. Nếu nhu cầu sản phẩm không tăng nhanh hơn khả năng sản xuất, thì tốc độ tăng giá nhôm sẽ giảm đi. Tương tự các nhà sản xuất thép lớn nhất phải miễn cưỡng tăng giá cả của các loại sản phẩm thép khan hiếm để cung cấp cho "tất cả các thị trường có thể sinh lợi", điều này phản ánh phần nào suy nghĩ lâu dài về việc tăng biên lợi nhuận thông qua tăng giá.

Nguy cơ dài hạn này sẽ được minh họa rõ ràng nhất thông qua những gì đã xảy ra đối với các nhà sản xuất đồng hàng đầu trong cùng thời gian sáu tháng cuối năm 1956. Những công ty này

đã phải tự kiềm chế mình, thậm chí trong một thời gian dài phải bán dưới mức giá thế giới nhằm giữ giá đồng không tăng lên quá cao. Tuy nhiên, giá đồng vẫn tăng đáng kể làm giảm bớt lượng cầu và thu hút về một nguồn cung cấp mới. Tiềm năng tiêu thụ đồng của các nước Tây Âu giảm mạnh do việc đóng cửa kênh đào Suez, điều này càng khiến cho tình trạng cung cầu trở nên mất cân đối. Có thể các biên lợi nhuận năm 1957 thấp hơn do biên lợi nhuận năm năm 1956 quá cao. Khi biên lợi nhuận gộp của cả ngành đều tăng bởi việc tăng giá liên tục, đó là dấu hiệu không tốt đối với các nhà đầu tư dài hạn.

Trái lại, những công ty khác, kể cả những công ty trong cùng ngành này, tăng biên lợi nhuận lâu dài bằng cách khác thông minh hơn là việc chỉ tăng giá. Một số công ty đạt được thành công lớn do đã duy trì việc cải thiện vốn hoặc duy trì các phòng thiết kế sản phẩm. Chức năng duy nhất của những phòng như vậy là thiết kế thiết bị có khả năng làm giảm chi phí để có thể bù lại tất cả hoặc một phần nào đó xu hướng tăng lên của tiền lương. Rất nhiều công ty thường xuyên xem xét lại các quy trình làm việc và phương pháp hoạt động nhằm tìm ra các công đoạn có thể tiết kiệm chi phí. Chức năng kế toán và việc xử lý sổ sách là một lĩnh vực hết sức phong phú, đầy sáng tạo cho kiểu hoạt động này. Chúng ta thử nghiên cứu trường hợp trong lĩnh vực vận tải. Phí vận chuyển phải tăng cao hơn hầu hết các phí tổn khác, bởi chi phí cho lao động trong ngành này cao hơn hầu hết các loại hình sản xuất khác. Việc sử dụng các loại công-ten-nơ mới, áp dụng những phương pháp không phổ biến trong ngành vận tải, hay thậm chí đặt thêm các chi nhánh đều để tránh những khoản không cần thiết đã giảm chi phí cho các công ty kiểu này.

Không có cách nào trong những cách này có thể được thực hiện nhanh chóng. Tất cả chúng đều đòi hỏi việc nghiên cứu chặt chẽ và lập những kế hoạch phù hợp cho tương lai. Nhà đầu tư nên lưu ý về sự độc đáo của những ý tưởng mới có khả năng cắt giảm chi phí và cải thiện biên lợi nhuận. Ở đây, phương pháp "lời đồn đại" đem lại một số thông tin có giá trị, nhưng không thể sánh bằng chỉ dẫn trực tiếp từ nhân sự của công ty. May mắn thay, đây là một chủ đề mà các nhà lãnh đạo hàng đầu thảo luận khá chi tiết. Những công ty thành công nhất nhờ đi theo hướng này sẽ xây dựng được một tổ chức biết rõ cách tiếp tục thực hiện những phương pháp hữu ích trong tương lai. Chúng được kỳ vọng sẽ là nhóm công ty mang lại những phần thưởng lớn nhất cho các cổ đông lâu năm.

Tiêu chí 7. *Mối quan hệ giữa bộ máy lãnh đạo và người lao động trong công ty có tốt không?*

Hầu hết các nhà đầu tư có thể không đánh giá cao những lợi ích có được từ các mối quan hệ lao động tốt đẹp. Song ít người nào lại không hiểu rõ mức độ ảnh hưởng của các mối quan hệ xấu. Ảnh hưởng của những cuộc đình công liên tục và kéo dài đối với sản xuất quá rõ ràng với bất kỳ ai, thậm chí chỉ cần liếc qua báo cáo tài chính của doanh nghiệp là có thể biết được.

Tuy nhiên, sự chênh lệch trong khả năng sinh lợi giữa một công ty có mối quan hệ nhân sự tốt đẹp với một công ty có mối quan hệ nhân sự không tốt còn lớn hơn chi phí trực tiếp của các cuộc đình công. Khi công nhân cảm thấy được đãi ngộ tốt, thì bộ máy lãnh đạo sẽ tăng năng suất lao động thuận lợi. Hơn nữa, việc người lao động trung thành sẽ làm giảm một khoản đáng kể chi phí đào tạo công nhân mới. Do đó, những công ty có sự biến động nhân sự bất thường gây ra khoản chi phí không cần thiết mà nhẽ ra đã có thể tránh được nhờ quản lý tốt.

Sẽ không dễ dàng cho nhà đầu tư đánh giá đúng chất lượng nhân công và quan hệ của họ với doanh nghiệp? Không có tiêu chuẩn so sánh nào áp dụng cho tất cả các trường hợp. Cách tốt nhất là hãy xem xét một vài yếu tố và sau đó rút ra cái nhìn tổng thể.

Trong thời đại công đoàn hóa hiện nay, các doanh nghiệp chưa có công đoàn hoặc có công đoàn vẫn duy trì tốt mối quan hệ giữa ban lãnh đạo và người lao động. Nếu không thế thì họ đã sớm thành lập công đoàn từ lâu. Việc một số trường hợp đặc biệt không gia nhập hiệp hội công đoàn quốc tế chỉ có thể được giải thích bằng những chính sách nhân sự thành công của công ty.

Mặt khác, trong bất cứ hoàn cảnh nào công đoàn cũng không phải là biểu hiện của mối quan hệ xấu giữa doanh nghiệp và người lao động. Một số công ty có mối quan hệ lao động rất tốt vẫn đồng thời có tổ chức công đoàn hoàn chỉnh, doanh nghiệp cùng với công đoàn đã học cách chung sống dựa trên sự tin tưởng và tôn trọng lẫn nhau. Mặc dù hồ sơ về những cuộc đình công liên tục và kéo dài là một chỉ báo rõ ràng về mối quan hệ không tốt giữa doanh nghiệp với người lao động, nhưng về cơ bản việc hoàn toàn không có các cuộc đình công lại không phải là một dấu hiệu tốt. Đôi khi công ty không có các cuộc đình công cũng giống như một ông chồng bị bắt nạt. Việc thiếu vắng những xung đột không có nghĩa là mối quan hệ hoàn toàn tốt đẹp mà là hậu quả do nỗi lo sợ về những xung đột chi phối.

Tại sao người lao động rất trung thành với ông chủ này và phẫn uất về một ông chủ khác? Câu trả lời thường rất phức tạp và khó đưa ra đến mức mà hầu hết các nhà đầu tư chỉ quan tâm tới những dữ liệu về cảm nhận của các công nhân hơn là các nguyên nhân gây ra cảm nhận đó. Một loạt các con số chỉ ra chất lượng thấp của các chính sách về quản lý nhân sự đó là tốc độ thay thế lao động của công ty này so với công ty khác trong cùng lĩnh vực. Các nhà đầu tư quan tâm tới danh sánh ứng viên chờ đợi muốn làm việc cho một công ty là đối thủ của các công ty khác trong cùng lĩnh vực. Dựa trên lập trường xuất phát từ các mối quan hệ tốt đẹp giữa người lao động và ban quản lý, thì trong một lĩnh vực không có số dư lao động, các công ty có một danh sách dài khác thường các ứng viên muốn tham ứng tuyển thường là những công ty đáng để đầu tư.

Dù vậy, nhà đầu tư nên lưu ý một số chi tiết đặc trưng ngoài những con số chung này. Các công ty có mối quan hệ nhân sự tốt thường là những công ty đã nỗ lực hết mình để nhanh chóng giải quyết các lời phàn nàn. Sự bất bình của các cá nhân diễn ra trong thời gian dài và không được ban quản lý doanh nghiệp coi trọng chính là nguy cơ tiềm tàng và cuối cùng sẽ bùng phát. Thêm vào đó, để đánh giá chính xác những phương pháp giải quyết sự bất bình trong công ty, nhà đầu tư rất cần để ý đến tỷ lệ tiền lương trả cho nhân viên. Một công ty với mức thu nhập trên mức trung bình và cũng trả tiền công lao động trên mức trung bình trong toàn doanh nghiệp thì thường có quan hệ tốt đẹp với người lao động. Nhà đầu tư mua cổ phiếu của một công ty mà phần lớn thu nhập kiếm được là nhờ trả tiền công lao động thấp dưới mức trung bình, sẽ gặp phải những rắc rối nghiêm trọng.

Cuối cùng, nhà đầu tư cần nhạy cảm về thái độ hòa nhã của các quản lý cấp cao đối với người lao động bình thường. Đằng sau cách đối đãi chung chung nghe có vẻ tích cực đó, một số nhà quản lý còn thiếu trách nhiệm với những công nhân bình thường trong công ty. Mối quan tâm hàng đầu của họ là làm sao để không phải trích nhiều doanh thu cho người lao động, chứ không phải là những áp lực mang tính bắt buộc từ chủ nghĩa công đoàn hóa. Đa phần, các công nhân được thuê và bị sa thải hàng loạt một cách dễ dàng tùy thuộc vào sự biến động đôi chút về triển vọng bán hàng hay lợi nhuận trong tương lai của công ty. Thiếu cảm giác cần có trách nhiệm với những khó khăn của công nhân có thể khiến gia đình của họ cũng bị ảnh hưởng. Nếu ban quản lý không làm gì để các công nhân cảm thấy họ có ích, cần cho công ty, và là một phần của công ty, cũng không xây dựng lòng tự trọng của mỗi công nhân thì thái độ quản lý đó không phải là cơ sở tin cậy cho các nhà đầu tư.

Tiêu chí 8. *Đội ngũ lãnh đạo công ty có đoàn kết, đồng thuận cao không?*

Nếu việc giữ mối quan hệ tốt với người lao động trong công ty là vấn đề quan trọng, thì việc tạo ra không khí thẳng thắn trong bộ máy lãnh đạo cấp cao là vấn đề sống còn. Đây là những con người mà các nhận định, tài năng và kỹ năng làm việc nhóm của họ quyết định đến thành bại của bất kỳ dự án kinh doanh nào. Do tỷ lệ vốn góp cho công ty cao, nên họ rất dễ rơi vào trạng thái căng thẳng trong công việc. Liệu đầu tư vào doanh nghiệp mà sự va chạm và xích mích có thể làm cho một giám đốc điều hành tài năng sẽ không thể ở lại công ty hoặc ở lại nhưng không thể phát huy tối đa khả năng có phải là một cơ hội tốt hay không?

Công ty mang lại những cơ hội đầu tư lớn nhất là một công ty có một môi trường điều hành hết sức hiệu quả. Những nhà điều hành chiếm được niềm tin của chủ tịch hội đồng quản trị. Điều này nghĩa là từ cấp thấp nhất cho đến cao đều cảm thấy cơ hội thăng tiến của họ là dựa trên khả năng chứ không phải tư tưởng bè phái. Mô hình kiểu gia đình trị không tạo ra được sự phát

triển cho những người có khả năng. Sự xem xét điều chỉnh mức lương thường xuyên giúp cho các nhà điều hành cảm thấy được thưởng công xứng đáng mà không cần đòi hỏi. Mức lương thấp nhất cũng nên nằm trong khung chuẩn của ngành và địa phương. Bộ máy quản lý không giao những việc quan trọng cho người ngoài công ty trừ khi không thể tìm thấy ai trong công ty có khả năng đảm nhận công việc đó. Những nhà quản lý hàng đầu sẽ nhận ra rằng ở bất cứ đâu có con người làm việc cùng nhau, không thể tránh khỏi việc tồn tại bè phái và va chạm ở các mức độ khác nhau, nhưng không thể chấp nhận những người bất hợp tác trong các nhóm nhằm giảm tối đa những xung đột. Nhà đầu tư có thể nắm bắt hầu hết những điều này mà không cần đặt quá nhiều câu hỏi trực tiếp về công ty với các nhà điều hành chịu trách nhiệm ở các cấp độ khác nhau. Càng rời xa những tiêu chuẩn này, doanh nghiệp càng khó có cơ hội trở thành khoản đầu tư nổi bật.

Tiêu chí 9. *Công ty có thật sự có chiều sâu quản lý không?*

Một doanh nghiệp nhỏ có thể làm nên những điều phi thường và trở thành một khoản đầu tư triển vọng trong dài hạn nếu có những yếu tố thuận lợi kết hợp với sự quản lý của một người đầy năng lực. Tuy nhiên, năng lực con người có hạn, vì vậy, thậm chí với cả những công ty nhỏ, nhà đầu tư cũng nên có một vài giải pháp đề phòng những khả năng xấu có thể xảy ra nếu người nắm giữ vị trí chủ chốt không còn tham gia nữa. Ngày nay, rủi ro đầu tư vào các công ty nhỏ có tiềm năng không còn lớn như trước, do gần đây xuất hiện các công ty lớn với nhiều kinh nghiệm quản lý có khuynh hướng thôn tính chúng.

Tuy nhiên, những công ty đáng đầu tư lâu dài là những công ty sẽ tiếp tục tăng trưởng. Sớm hay muộn thì một công ty sẽ đạt đến ngưỡng mà ở đó, nó sẽ không thể phát triển hơn nữa trừ khi có những nhà điều hành tài năng xuất chúng. Thời điểm xảy ra điều này tùy thuộc vào ngành hoạt động của công ty và trình độ quản lý của nhà điều hành. Nó thường xuất hiện khi tổng doanh thu hàng năm đạt tới một ngưỡng nằm trong khoảng từ 15 đến 40 triệu đô-la. Một môi trường được điều hành tốt, như đã thảo luận ở tiêu chí 8 đóng vai trò cốt lõi cho những kế hoạch đầu tư lớn.

Những vấn đề đã được thảo luận ở tiêu chí 8 cần thiết cho sự phát triển ban quản lý đúng cách và có chiều sâu. Nhưng ban quản lý đó sẽ không thể phát huy khả năng nếu không thực hiện hiệu quả một số chính sách nhất định. Quan trọng là sự ủy quyền của ban lãnh đạo công ty. Nếu từ trên xuống dưới, mỗi cấp điều hành không được giao thực quyền để đảm trách những nhiệm vụ cụ thể theo cách mà mỗi cá nhân đó cho là hiệu quả, thì cũng giống như một con thú khỏe mạnh bị nhốt trong chiếc cũi không thể cựa quậy. Nhà điều hành sẽ không thể phát huy khả năng vì không có những cơ hội để sử dụng chúng.

Những công ty mà ban lãnh đạo can thiệp và chỉ cố gắng giải quyết các vấn đề hàng ngày, hiếm khi trở thành kiểu công ty có sức thu hút đầu tư. Cắt giảm quyền hạn của các khâu quản lý khác nhau sẽ làm giảm uy tín của công ty. Làm sao một hay hai nhà điều hành có thể giải quyết tất cả mọi vấn đề chi tiết khi mà công ty phát triển đến một ngưỡng nhất định. Những nhà điều hành kiểu này sẽ phải đối mặt với rắc rối vì không có khả năng giải quyết vấn đề nảy sinh do tăng trưởng trong tương lai.

Một vấn đề khác mà nhà đầu tư cũng cần lưu tâm là: đánh giá một công ty có chiều sâu quản lý không. Liệu những nhà quản lý cấp cao của công ty có sẵn sàng đón nhận và đánh giá đúng những đề xuất của nhân viên, thậm chí, kể cả khi những đề xuất đó kèm theo những lời chỉ trích trái ngược với các hoạt động quản lý hiện tại của công ty? Sự cạnh tranh tất yếu trong thế giới kinh doanh ngày nay đã tạo ra nhu cầu cần phải thay đổi tính kiêu căng hay sự thờ ơ của các nhà quản lý, thứ đã ngăn họ khám phá ra một mỏ vàng thật sự từ những đề xuất thú vị. Môi trường đầu tư kiểu đó sẽ không thể trở thành phù hợp nhất cho nhà đầu tư. Chính vì vậy, bất cứ khi nào gia tăng số lượng giám đốc điều hành trẻ cũng hết sức cần thiết.

Tiêu chí 10. *Công ty có kiểm soát tốt hệ thống kế toán và phân tích chi phí không?*

Không có một công ty nào liên tục thành công vang dội trong thời gian dài nếu không thể phân tích mọi chi phí của mình một cách chi tiết, chính xác và đầy đủ, để có thể đưa ra chi phí của từng bước nhỏ trong mỗi hoạt động của nó. Chỉ bằng cách này thì nhà quản lý mới có thể biết cần chú ý nhất đến điều gì và liệu phương pháp giải quyết vấn đề đó có phù hợp không. Hơn nữa, các công ty thành công nhất không chỉ sản xuất một sản phẩm mà là hàng loạt các sản phẩm. Sẽ rất bất lợi nếu nhà quản lý không có sự hiểu biết chính xác về chi phí thực của mỗi sản phẩm so với sản phẩm khác. Họ sẽ không thể thiết lập các chính sách về giá để có thể đảm bảo lợi nhuận là lớn nhất. Khó có thể biết những sản phẩm nào mang lại nhiều lợi nhuận, xứng đáng để tăng doanh số. Tồi tệ nhất là ở chỗ các nhà quản lý không biết rằng một số các hoạt động kinh doanh tưởng là thành công rõ ràng nhưng trên thực tế lại không hiệu quả, tổng doanh thu bị suy giảm nhiều hơn là tăng lên. Do đó, lập kế hoạch thông minh dường như là không thể.

Mặc dù việc kiểm soát hệ thống kế toán đóng vai trò quan trọng trong việc đánh giá khoản đầu tư, nhưng nó thường xuyên hoạt động không hiệu quả khiến cho nhà đầu tư lâm vào tình trạng không thể nắm được tình hình tính toán chi phí và các hoạt động liên quan. Trong lĩnh vực này, đôi khi phương pháp "lời đồn đại" giúp phát hiện ra những công ty thật sự thiếu các năng lực này, nhưng không cung cấp được nhiều thông tin rõ ràng hơn. Bộ máy quản lý công ty thường trả lời là dữ liệu về chi phí là hoàn toàn đầy đủ. Những bảng tính chi phí được trình bày chi tiết trong các báo cáo. Tuy nhiên chúng không đưa ra những con số quan trọng chính xác. Điều tốt

nhất mà nhà đầu tư cẩn trọng có thể làm trong lĩnh vực này là thừa nhận tầm quan trọng của vấn đề và khả năng có hạn của chính mình trong việc đưa ra những đánh giá mang tính quyết định. Thông thường, anh ta chỉ có thể rút ra những kết luận chung chung là công ty hoạt động trên mức trung bình trong hầu hết các lĩnh vực kinh doanh thì kỹ năng tính chi phí cũng trên mức trung bình, miễn là nhà quản lý cấp cao hiểu tầm quan trọng căn bản của việc kiểm soát hệ thống kế toán và phân tích chi phí thành thạo.

Tiêu chí 11. *Công ty có chú ý đến những khía cạnh kinh doanh khá khác biệt với tính chất của ngành những khía cạnh mang lại cho nhà đầu tư đầu mối quan trọng về mức độ nổi trội của công ty so với đối thủ cạnh tranh không?*

Tiêu chí này bao quát khá nhiều vấn đề khác nhau. Đó là vì các vấn đề thuộc loại này hầu như không hề giống nhau đối với mỗi ngành chúng có thể rất quan trọng với ngành này nhưng lại có rất ít hoặc không có vai trò gì trong ngành khác. Ví dụ trong các yếu tố nổi bật ảnh hưởng đến ngành bán lẻ, thì khả năng giải quyết các vấn đề bất động sản của công ty, chẳng hạn chất lượng hợp đồng cho thuê bất động sản, có tầm quan trọng hàng đầu. Trong những ngành kinh doanh khác, khả năng đó lại ít quan trọng hơn. Tương tự, đối với một số công ty khả năng giữ gìn uy tín là rất quan trọng, trong khi nó lại không mấy quan trọng với các công ty khác. Phương pháp "lời đồn đại" sẽ cung cấp cho nhà đầu tư bức tranh rõ nét về tình hình hoạt động của công ty. Kết luận của nhà đầu tư có thể được kiểm chứng dựa trên những tỷ lệ toán học như chi phí cho thuê trong mỗi đô-la doanh thu, hoặc tỷ lệ thất thu ngân quỹ, nếu tiêu chí này đáng để nghiên cứu kỹ lưỡng.

Trong một số ngành kinh doanh, tổng chi phí bảo hiểm chiếm một phần quan trọng trong mỗi đồng đô-la doanh thu. Đôi khi, điều này đủ quan trọng để tác động đến sự tăng giảm biên lợi nhuận. Trong những lĩnh vực mà bảo hiểm là một nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến tiền lãi, thì nghiên cứu và thảo luận về tỷ lệ này với những người có nguồn thông tin đảm bảo có thể mang lại những lợi ích cho nhà đầu tư. Nó giúp anh ta kiểm tra tình hình quản lý của công ty, vì chi phí bảo hiểm thấp hơn thường đi kèm với kỹ năng quản lý hiệu quả. Ví dụ, kỹ năng xử lý các vấn đề bất động sản tốt sẽ làm giảm chi phí đi thuê trung bình. Ngoài ra, việc tích cực giải quyết vấn đề nhân sự, hàng tồn kho, và tài sản cố định có thể làm giảm tai nạn, thiệt hại, và lãng phí, nhờ đó chi phí giảm xuống mức thấp nhất có thể. Chỉ số chi phí bảo hiểm cũng nằm trong số những tiêu chí đánh giá công ty nào quản lý tốt.

Bằng phát minh sáng chế đem lại sự khác biệt giữa công ty này và công ty khác. Với những công ty lớn, có bằng sáng chế là một ưu thế giúp công ty hạn chế chi phí nhỏ lẻ phát sinh từ các hoạt động cạnh tranh gay gắt, và đem lại lợi thế cạnh giúp tăng biên lợi nhuận của các dòng sản

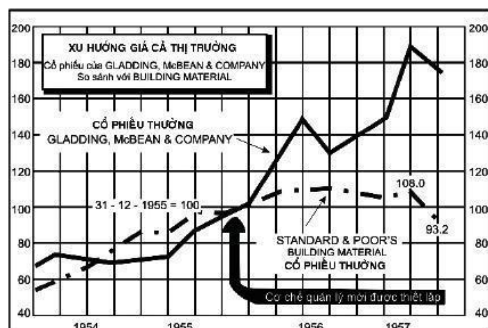
phẩm của công ty. Nó cũng kéo dài dòng đời sản phẩm. Tương tự, nhờ sự bảo hộ của bằng sáng chế mà công ty có những quyền lợi độc nhất, phương cách rẻ nhất và dễ nhất để sản xuất sản phẩm đặc biệt. Các đối thủ cạnh tranh phải đi theo đường vòng để đến được cùng vị trí, do đó, việc cấp sở hữu bằng sáng chế mang lại ưu thế cạnh tranh hữu hình cho chủ sở hữu cho dù đó chỉ là một công ty nhỏ.

Trong thời đại bí quyết công nghệ phổ biến khắp nơi, những công ty lớn hiếm khi nhận được nhiều lợi ích từ những hoạt động của mình trong lĩnh vực độc quyền mà bằng sáng chế bảo vệ. Thực tế thì những bằng sáng này chỉ hạn chế được một phần chứ không phải là tất cả sự cạnh tranh của các công ty khác. Bởi lý do này mà rất nhiều công ty lớn đã không cố gắng loại trừ sự cạnh tranh thông qua cơ cấu bằng sáng chế, thay vào đó, họ cấp phép sử dụng bằng sáng chế cho đối thủ cạnh tranh với giá vừa phải và mong muốn đối thủ cạnh tranh cũng làm như vậy. Những ảnh hưởng như phương thức sản xuất, tổ chức bán hàng và dịch vụ, sự tín nhiệm của khách hàng, và sự hiểu biết về các vấn đề của khách hàng còn tác động nhiều hơn vai trò của bằng sáng chế trong việc duy trì vị thế cạnh tranh. Trong thực tế, các công ty lớn chủ yếu dựa vào sự bảo hộ của bằng sáng chế để duy trì biên lợi nhuận là dấu hiệu của sự yếu kém hơn là lớn mạnh. Các bằng sáng chế hoạt động độc lập. Một khi không còn sự bảo trợ của bằng sáng chế nữa, lợi nhuận của công ty sẽ bị sụt giảm mạnh.

Trong những giai đoạn đầu, các công ty mới vào ngành thường bắt đầu phát triển sản xuất, bán hàng và tổ chức dịch vụ cho khách hàng. Không có các bằng sáng chế, những sản phẩm của công ty có thể bị bắt chước bởi các doanh nghiệp lớn với những kênh bán hàng đã được xây dựng dựa trên mối quan hệ khách hàng nhằm loại bỏ các đối thủ cạnh tranh nhỏ lẻ. Bởi vậy, nhà đầu tư nên xem xét vai trò của bằng sáng chế tại những doanh nghiệp nhỏ trong những năm đầu. Anh ta nên tìm kiếm những thông tin từ các nguồn đáng tin cậy liên quan đến tầm ảnh hưởng của bằng sáng chế các thiết bị. Công ty này có thể sử dụng bằng sáng chế ngăn cản các công ty khác làm nhái các sản phẩm tương tự. Tuy nhiên, công nghệ được sử dụng thường xuyên để cải tiến các sản phẩm cho thấy ưu thế vượt trội so với sự bảo hộ mang tính chất tĩnh tại của bằng sáng chế.

Ví dụ, một vài năm trước đây, khi còn là một tổ chức nhỏ hơn nhiều so với ngày nay, hãng sản xuất điện tử non trẻ West Coast đã hết sức thành công trong việc giới thiệu một sản phẩm mới. Một trong những người khổng lồ của ngành điện tử đã đưa ra thị trường một sản phẩm "bản sao Trung Quốc" dưới một thương hiệu nổi tiếng gần giống hệt sản phẩm West Coast, nhưng còn tồn tại nhiều lỗi kỹ thuật chưa được chỉnh sửa. Trong khi đó, West Coast đưa ra thị trường sản phẩm đã loại bỏ hoàn toàn những điểm yếu kỹ thuật, và thế là công ty lớn kia phải rút khỏi lĩnh vực này. Điều đó cho thấy kỹ thuật mới là yếu tố nền tảng để bảo vệ công ty trẻ trước sự

cạnh tranh khốc liệt chứ không phải là bằng sáng chế. Nhà đầu tư phải cẩn trọng không nên đánh giá quá cao sự bảo vệ của bằng sáng chế mà quên đi những nhân tố quyết định sự hấp dẫn của khoản đầu tư.



Tiêu chí 12. *Công ty có triển vọng lợi nhuận ngắn hạn và dài hạn như thế nào?*

Một số công ty sẽ hoạt động nhằm đạt được lợi nhuận tối đa trước mắt. Trong khi đó, những công ty khác lại cắt bớt lợi nhuận trước mắt nhằm xây dựng lòng tin, và do đó có thể thu được những khoản lợi nhuận lâu dài. Cách cư xử giữa người bán và người mua cho thấy rõ điều này. Một số công ty thỏa thuận lỏng lẻo với các nhà cung cấp. Công ty khác thì lại chi trả tiền trước, thậm chí là vượt mức giá cho các nhà cung cấp để đảm bảo nguồn cung nguyên liệu thô, hoặc những phụ kiện có chất lượng cao luôn sẵn có kể cả khi thị trường biến động. Sự khác biệt trong cách cư xử với các khách hàng là dễ nhận thấy nhất. Một công ty chấp nhận rắc rối và phí tổn đặc biệt để chăm sóc nhu cầu của một khách hàng thường xuyên đang rơi vào tình trạng khó khăn, sẽ khiến lợi nhuận trước mắt thấp hơn nhưng lại thu được lợi nhuận cao hơn trong dài hạn.

Phương pháp "lời đồn đại" phản ánh sự khác biệt này trong các chính sách khá rõ rệt. Những nhà đầu tư mong muốn kết quả lớn nhất nên ủng hộ các công ty có triển vọng lợi nhuận dài hạn.

Tiêu chí 13. *Trong tương lai, nếu công ty có dự tính tăng trưởng dựa trên việc tăng vốn cổ phần bằng cách phát hành thêm cổ phiếu, thì lợi ích của các cổ đông hiện tại có giảm sút không?*

Một cuốn sách kinh điển về đầu tư thường dành nhiều trang để trình bày về tiền mặt của doanh nghiệp, cơ cấu tổ chức, tỷ lệ vốn hóa của các loại chứng khoán… Tuy nhiên tại sao những đặc trưng tài chính không được trình bày kỹ lưỡng trong một tiêu chí riêng biệt ngoài mười lăm tiêu chí này? Đó là vì mục đích cơ bản của cuốn sách này là giúp nhà đầu tư thông minh không mua những cổ phiếu thường do giá rẻ mà là do chúng có thể mang lại lợi nhuận lớn cho anh ta trong tương lai.

Chỉ có một tỷ lệ nhỏ các công ty có thể thỏa mãn cao 14 tiêu chí khắt khe được trình bày chi tiết trong phần này. Bất cứ công ty nào có thể đáp ứng các tiêu chí đó đều có thể dễ dàng vay thêm vốn đến mức tối đa đối với ngành kinh doanh của công ty. Nếu những công ty như vậy cần nhiều tiền mặt hơn trong khi giới hạn nợ đã lên đến mức cao nhất, tất nhiên với điều kiện chúng phải đảm bảo rằng trong tương lai sẽ đạt mức tăng trưởng vượt trội về doanh thu, biên lợi nhuận, trình độ quản lý, nghiên cứu và đáp ứng các tiêu chí khác mà chúng ta đang xem xét, thì những công ty đó có thể tăng lượng tiền mặt bằng cách phát hành cổ phiếu, vì các nhà đầu tư luôn háo hức tham gia vào kiểu dự án kinh doanh này.

Tuy vậy, nếu khoản đầu tư bị giới hạn, liệu tiền mặt cộng với khả năng vay thêm có đủ vốn cho công ty khai thác các cơ hội tiềm năng trong tương lai hay không. Và nếu công ty sẵn sàng vay trong giới hạn tính toán thì nhà đầu tư cổ phiếu thường không cần phải lo lắng về tương lai. Vốn được cấp trong một kỳ sẽ làm gia tăng lợi nhuận, tương tự như vậy nếu vốn được cấp thêm trong dài hạn thì lợi nhuận tăng lên càng nhiều.

Nếu sức vay không đủ thì việc cấp vốn cổ phần là hết sức cần thiết. Trong trường hợp đó, sự hấp dẫn của khoản đầu tư còn phụ thuộc vào việc tính toán cẩn thận xem thu nhập tăng thêm mà khoản cấp vốn tạo ra thông qua việc tăng lượng cổ phần có làm giảm lợi ích của các cổ đông hiện đang nắm giữ cổ phiếu thường của doanh nghiệp hay không. Có thể tính toán việc pha loãng giá trị của cổ phiếu khi phát hành thêm các chứng khoán cao cấp có khả năng chuyển đổi hay cổ phiếu thường. Điều này là do kiểu chuyển đổi đó luôn có thể tiến hành với mức cao hơn thị trường một chút trong khoảng thời gian phát hành thường là từ 10% đến 20%. Mặc dù các nhà đầu tư không bao giờ nên tham gia các cơ hội đầu tư mà mức thu lợi chỉ từ 10% đến 20%, nhưng nếu trong các chu kỳ kế tiếp, mức lợi nhuận tăng gấp 10 hay 100 lần thì cũng đáng đầu tư, mức giá chuyển đổi thường bị bỏ qua và việc phát hành được tính toán pha loãng cổ phiếu chỉ dựa trên cơ sở của sự chuyển đổi hoàn toàn khi phát hành chứng khoán cao cấp mới. Nói cách khác, cần phải xem xét tất cả các lần phát hành chứng khoán cao cấp có khả năng chuyển đổi đã được chuyển đổi chưa và tất cả giấy tờ bảo đảm, quyền chọn, v.v…, đã được sử dụng khi tính toán số lượng thực sự cổ phiếu thường.

Nếu công ty được cấp vốn cổ phần liên tục trong nhiều năm mà lợi nhuận các cổ đông sở hữu cổ phiếu thường chỉ tăng lên đôi chút, thì chỉ có một lý do hợp lý đó là khả năng quản lý tài chính yếu kém của bộ máy điều hành. Chính điều này đã làm cho công ty không còn trở thành một khoản đầu tư đáng mong đợi. Trừ khi tình trạng này là phổ biến trên thị trường, thì nhà đầu tư không cần phải xem xét các khả năng tài chính nữa, bởi đa phần những doanh nghiệp thỏa mãn 14 tiêu chí còn lại, đều hứa hẹn một khoản đầu tư rất khả quan. Trái lại, từ quan điểm muốn tạo

ra nguồn lợi nhuận cao nhất qua các năm, nhà đầu tư không bao giờ nên chọn những doanh nghiệp không thỏa mãn 14 tiêu chí kia kể cả khi nó có lợi thế tài chính và tình trạng tiền mặt tốt.

Tiêu chí 14. *Bộ máy quản lý công ty có luôn minh bạch với các nhà đầu tư về tình hình công ty khi nó hoạt động tốt nhưng lại che giấu khi có vấn đề ?*

Cách hành xử này gần như là việc làm rất tự nhiên của các doanh nghiệp, dù cho đó là những doanh nghiệp có thể giải quyết tốt nhất khó khăn ngoài ý muốn. Ví dụ như, khi lợi nhuận thu về hạn chế, hoặc nhu cầu sản phẩm giảm trong một giai đoạn nhất định. Hơn nữa, công ty mà các nhà đầu tư nên mua cổ phiếu nhất thường là công ty thu được lợi nhuận cao nhất do hoạt động ổn định trong nhiều năm nhờ nỗ lực nghiên cứu quy trình công nghệ mới nhằm sản xuất và bán những sản phẩm mới. Theo quy luật bình quân, chắc chắn một số sản phẩm trong số này sẽ thất bại nặng nề. Những sản phẩm khác thì vấp phải sự trì hoãn không mong đợi, và những khoản chi phí khổng lồ trong suốt giai đoạn đầu thử nghiệm sản xuất. Vào các tháng cuối, chi phí ngoài dự tính sẽ làm dự báo lợi nhuận của công ty bị sai lệch. Sự thất vọng là không thể tránh khỏi kể cả với những công ty thành công nhất. Nếu nhà đầu tư quyết đoán và có khả năng suy xét tốt, thì họ sẽ nhìn nhận điều này như một trong những khoản chi phí cuối cùng để tiến đến thành công. Đó là điểm mạnh chứ không hẳn là điểm yếu của một công ty.

Nhà quản lý sẽ có phản ứng như thế nào với những vấn đề mang tính cốt lõi đối với nhà đầu tư? Thông thường nhà quản lý sẽ không thoải mái khi phải báo cáo về những điều tồi tệ đang xảy ra trong công ty. Lẽ tất nhiên họ sẽ giữ im lặng vì một vài lý do quan trọng hoặc do không có kế hoạch chuẩn bị trước để đối phó với khó khăn bất ngờ. Chính điều này sẽ gây ra tâm lý hoang mang cho nhà đầu tư. Cách hành xử đó chứng tỏ bộ máy quản lý không ý thức đầy đủ về trách nhiệm với cổ đông, và không có lý do nào có thể biện minh về việc không báo cáo kịp thời các thông tin xấu. Dù trong bất cứ hoàn cảnh nào, nhà đầu tư cũng sẽ loại trừ việc đầu tư vào những công ty đang cố gắng che giấu những thông tin không tốt.

Tiêu chí 15. *Bộ máy quản lý công ty có liêm khiết không?*

Bộ máy quản lý của công ty tiếp xúc cận kề với tài sản hơn các cổ đông. Có nhiều cách lách luật để các nhà quản lý công ty có thể tư lợi cho họ và gia đình, làm tổn hại đến lợi ích của các cổ đông bình thường. Có một cách là tự chi trả tiền công vượt mức. Cách khác là lợi dụng chức vụ để bắt công ty mua hoặc thuê lại những tài sản của chính họ với mức giá cao hơn hẳn mức giá chung của thị trường. Trong những tập đoàn nhỏ hơn, sẽ khó có thể phát hiện ra điều này bởi đôi khi gia đình hoặc các nhân sự chủ chốt mua bán và thuê mướn bất động sản, không phải vì

những mục đích kiếm lợi bất chính, mà vì mong muốn chính đáng là giải phóng nguồn vốn hoạt động bị giới hạn cho những mục đích của công ty khác.

Một phương pháp khác để người trong cuộc có thể làm giàu cho chính mình là buộc các đại lý bán hàng phải thông qua các hãng môi giới nhất định có thể là sở hữu của chính họ hoặc họ hàng hay bạn bè để kiếm tiền hoa hồng. Nhưng cách làm gây nhiều thiệt hại nhất cho các nhà đầu tư là việc lạm dụng việc phát hành quyền chọn. Vì họ có thể đưa ra những phương án có lợi nhất cho họ dựa trên tổng số quyền mua.

Chỉ có một cách bảo vệ thật sự có khả năng chống lại sự lạm dụng trên và giúp các nhà đầu tư thu hẹp phạm vi lựa chọn những công ty tốt có ban quản trị đáng tin cậy và ý thức rõ trách nhiệm với các cổ đông. Đó là sử dụng phương pháp "lời đồn đại." Kể cả khi công ty đó có thứ hạng cao, nhà đầu tư cũng không nên đầu tư vào nếu vẫn còn những nghi ngờ về bộ máy quản lý.

4. Nên mua gì? (2)

Áp dụng vì nhu cầu của bạn

Nhà đầu tư vừa và nhỏ thường không phải là những chuyên gia trong lĩnh vực đầu tư. Anh ta chỉ bỏ một chút thời gian nghiên cứu các khoản đầu tư của mình giống như khi làm công việc hàng ngày, do đó thường lượm lặt được sự thật nửa vời cùng với những nhận định sai lầm.

Một trong những sai lầm phổ biến nhất và ít chính xác nhất đó là quan điểm về những phẩm chất mà một thiên tài đầu tư cần có. Hình ảnh trong mắt công chúng về kiểu chuyên gia này là những người hướng nội, ham đọc sách, có khả năng tính toán. Họ mang tư chất học giả có thể ngồi cả ngày dài miệt mài nghiên cứu những con số lớn của bản cân đối kế toán, báo cáo doanh thu, và số liệu thống kê các hoạt động thương mại. Từ những số liệu trên, với tài năng và sự am hiểu, anh ta có thể thu nhận được thông tin mà những người bình thường không thể có. Kiểu nghiên cứu ẩn dật này có thể mang lại những kiến thức vô giá về lĩnh vực đầu tư với lợi nhuận kếch sù.

Tuy nhiên, giống như nhiều quan niệm sai lầm phổ biến khác, hình ảnh sai lệch trên gây nguy hiểm cho bất cứ ai muốn kiếm những khoản lợi nhuận cao nhất trong dài hạn từ những cổ phiếu thường.

Như đã chỉ ra khi thảo luận về 15 tiêu chí chọn cổ phiếu, một nhà đầu tư thành công thường dựa trên nhiều cách chứ không đơn thuần là do may mắn và chỉ một số ít các vấn đề được giải quyết là nhờ vào phương pháp tính toán ẩn dật. Hơn nữa, như đã đề cập ở phần đầu cuốn sách, có nhiều phương pháp đầu tư mà nhà đầu tư, nếu đủ kỹ năng, có thể kiếm tiền trong nhiều năm đôi lúc anh ta có thể kiếm được những khoản lợi nhuận khổng lồ. Mục đích của cuốn sách này không phải là chỉ ra mọi cách để kiếm tiền. Mà còn hơn thế, nó chỉ ra cách tốt nhất để kiếm tiền. Đó là cách kiếm tiền nhiều nhất với ít rủi ro nhất. Hoạt động thống kê-kế toán vẫn được số đông xem là mấu chốt để đầu tư thành công, nếu nỗ lực và có khả năng phân tích sẽ đem về khoản lợi nhuận đáng kể. Vài khoản trong số đó có thể là những món hời thật sự. Còn trong trường hợp khác có thể xuất hiện những rắc rối kinh doanh mà không thể nhận thấy rõ nếu chỉ dựa vào nghiên cứu thống kê thông thường, thì thay vì trở thành những món hời, cổ phiếu của họ sẽ xuống dốc thảm hại trong những năm sắp tới.

Trong khi đó, với trường hợp của ngay cả một món hời thật sự, mức độ nó bị đánh giá thấp thường có phần được giới hạn. Thời gian để điều chỉnh nó về giá trị thực khá lâu. Theo tôi quan sát, thời gian cần thiết là khá dài, ví dụ năm năm, để những người săn tìm các món hời có khả

năng thống kê tốt nhất thu được một khoản lợi nhuận, song chỉ là một phần nhỏ so với món hời của những người sử dụng trí thông minh để đánh giá các đặc trưng kinh doanh của những công ty tăng trưởng được quản lý xuất sắc.

Lý do các cổ phiếu tăng trưởng ngày càng cao đó là vì chúng mang lại những khoản lợi nhuận với giá trị cỡ vài trăm phần trăm sau mỗi thập kỷ. Ngược lại, chúng là khoản đầu tư bất thường nếu chỉ mang lại 50% lợi nhuận. Sự ảnh hưởng lũy kế của những con số đơn giản này thật hiển nhiên.

Nhà đầu tư tiềm năng phải xem xét lại lượng thời gian cần thiết để xác định những khoản đầu tư phù hợp với mục tiêu của mình chứ không phải quan tâm đến những phẩm chất anh ta cần có. Có thể, nhà đầu tư sẽ sung sướng mong đợi sử dụng vài giờ mỗi tuần trong ngôi nhà tiện nghi của mình, nghiên cứu các tài liệu đánh máy mà anh ta cảm thấy có thể mở cánh cửa dẫn đến những khoản lợi nhuận lớn. Có thể chỉ là anh ta không có thời gian để tìm kiếm, trau dồi, và nói chuyện với thật nhiều kiểu người những việc làm khôn ngoan nếu muốn tối đa hóa lợi nhuận đầu tư. Cũng có thể, anh ta hoàn toàn có thời gian, nhưng lại không có năng khiếu và phẩm chất để tìm ra và trò chuyện với một nhóm những người mà hầu hết trong số họ trước đây anh ta chưa quen biết. Hơn nữa, bàn chuyện không thôi thì chưa đủ; anh ta cần phải làm nảy sinh hứng thú và chiếm được lòng tin tới mức những người này sẽ nói cho anh ta những gì họ hiểu biết. Nhà đầu tư thành công thường là những người đặc biệt quan tâm đến các vấn đề kinh doanh, chính điều này giúp anh ta khơi dậy hứng thú của người khác khi thảo luận về chúng Đương nhiên, anh ta phải có khả năng suy xét tốt nếu không tất cả các thông tin anh ta có sẽ trở nên vô nghĩa.

Một nhà đầu tư có thời gian, luôn mong muốn tìm kiếm thông tin, và có khả năng phán đoán tốt nhưng rút cục vẫn bị không thể thu được kết quả tối đa trong việc nghiên cứu các cổ phiếu thường của mình. Không gian địa lý cũng là một yếu tố quan trọng. Một nhà đầu tư, sống ở trong hay gần khu vực Detroit sẽ có cơ hội hiểu biết về những công ty sản xuất phụ kiện, phụ tùng thay thế của ôtô. Điều này không hề dễ dàng đối với những nhà đầu tư chăm chỉ và có khả năng phán đoán, nhưng sống trong khu vực Oregon. Ngày nay có rất nhiều các công ty và các ngành khác nhau (trừ sản xuất), thường tổ chức hệ thống phân phối hàng hóa rộng rãi trên toàn quốc với hạt nhân là trung tâm một số thành phố chính, theo đó, nhà đầu tư đang sống trong những trung tâm công nghiệp lớn hơn hoặc ở các vùng ngoại ô lân cận thường có nhiều cơ hội tốt để thực hành nghệ thuật tìm kiếm vài khoản đầu tư dài hạn nổi bật. Không may mắn là điều này thiếu công bằng cho những ai sống ở các vùng nông thôn xa cách trung tâm thành phố.

Tuy nhiên, những người ở các vùng hẻo lánh hoặc đa phần các nhà đầu tư khác mặc dù không có đủ thời gian, sự suy xét, hay khả năng để tự khám phá ra những cơ hội đầu tư đáng giá cho chính mình vẫn có cơ hội đầu tư những khoản này. Thực tế, việc đầu tư cần tính chuyên môn và phức tạp đến nỗi mà các nhà đầu tư phải hoàn toàn tập trung thời gian cho nó chứ không thể bị xao nhãng vì cố gắng trở thành chuyên gia trong nhiều lĩnh vực khác nữa.

Quan trọng là nhà đầu tư phải biết những nguyên tắc liên quan đến đầu tư, để có thể tìm kiếm một chuyên gia thật sự chứ không phải là một kẻ lừa đảo. Trong một số trường hợp, không cần có chuyên môn, nhà đầu tư cẩn trọng vẫn có thể tìm thấy nhà tư vấn hàng đầu dễ dàng hơn tìm bác sỹ hay luật sư cao cấp. Những trường hợp khác thì khó khăn hơn bởi vì lĩnh vực đầu tư phát triển mạnh hơn so với các lĩnh vực khác trong khoảng thời gian gần đây. Kết quả là hàng loạt ý kiến không thể nằm trong một tiêu chí thống nhất về ranh giới giữa kiến thức thật và những điều vô nghĩa. Trong lĩnh vực tài chính không có rào cản nào loại bỏ sự ngu dốt và kém cỏi đang tồn tại, như trong lĩnh vực luật và y tế. Thậm chí, các nhà chức trách liên quan đến đầu tư cũng chưa thống nhất với nhau về những nguyên tắc đầu tư bởi vì không có những trường đào tạo các chuyên gia đầu tư thực hành được công nhận về chất lượng như các trường luật và trường y. Do đó, giấy phép tư vấn đầu tư không có uy tín như giấy phép hành nghề luật sư hay bác sĩ. Sự thật là, có nhiều bằng cấp chứng chỉ tư vấn đầu tư. Tuy nhiên, những nhà tư vấn có chứng chỉ này lại thường bị mang tiếng là nợ nần và thiếu trung thực chứ không phải là thiếu đào tạo hay kỹ năng.

Tỷ lệ các nhà tư vấn tài chính trình độ kém có lẽ cao hơn các lĩnh vực như luật và y tế. Tuy nhiên, bù lại, một cá nhân không chuyên về đầu tư lại dễ tìm được một nhà tư vấn tài chính có khả năng hơn là tìm một bác sỹ hay một luật sư nổi tiếng. Một bác sỹ có tỷ lệ phần trăm bệnh nhân chết nhỏ nhất chưa chắc là một bác sỹ xuất sắc. Cũng không phải số lần chiến thắng hay thất bại sẽ cho thấy những kỹ năng cần thiết của một luật sư. May mắn thay, hầu hết các ca điều trị y tế không phải là vấn đề sống hay là chết ngay lập tức, và một luật sư giỏi thường tránh những vụ kiện tụng tranh chấp.

Trường hợp của các nhà tư vấn đầu tư lại hoàn toàn khác. Sau một thời gian nhất định, một bảng ghi thành tích sẽ phản ánh trình độ đầu tư của nhà tư vấn. Đôi khi phải mất năm năm thì khoản đầu tư mới chứng minh khả năng thật sự của họ. Thông thường, sẽ không lâu đến vậy. Thật điên rồ nếu giao tiền tiết kiệm cho một người tự tư vấn cho bản thân hay cho những người khác, có ít hơn năm năm kinh nghiệm hành nghề. Bởi vậy, trong trường hợp đầu tư, cần phải tìm kiếm một nhà tư vấn chuyên nghiệp đã mang lại những kết quả tốt đẹp cho nhiều người khác, sau đó so sánh giá của những cổ phiếu được tư vấn với bảng giá cổ phiếu trong cùng một thời kỳ, nhằm chứng tỏ khả năng thật sự của nhà tư vấn đầu tư.

Ngoài ra, còn hai bước cần thực hiện trước khi nhà đầu tư đưa ra quyết định cuối cùng về cá nhân hay tổ chức mà anh ta sẽ ủy thác trách nhiệm. Bước một, nhà tư vấn phải hoàn toàn trung thực và không bị nghi ngờ. Bước tiếp theo phức tạp hơn, nhà tư vấn tài chính đó phải đạt được kết quả trên mức trung bình trong suốt giai đoạn rớt giá, không nhờ vào kỹ năng mà là do anh ta luôn giữ phần lớn quỹ của mình bằng những trái phiếu hạng cao. Trong giai đoạn khác, sau thời kỳ tăng giá cổ phiếu, một nhà tư vấn khác cũng có thể đạt được kết quả trên mức trung bình nhờ khuynh hướng đầu tư vào những công ty có rủi ro về biên lợi nhuận. Như đã trình bày trong phần biên lợi nhuận, những công ty trên chỉ hoạt động tốt trong một thời kỳ, sau đó sẽ dần bộc lộ sự yếu kém. Nhà tư vấn thứ ba có thể làm tốt trong cả hai giai đoạn trên nhờ cố gắng dự đoán diễn biến tiếp theo của thị trường chứng khoán. Điều này chỉ có thể mang lại những kết quả thật tuyệt vời trong một thời gian ngắn chứ không phải là vô hạn.

Trước khi lựa chọn, nhà đầu tư nên tìm hiểu quan điểm cơ bản của nhà tư vấn về quản lý tài chính. Nhà đầu tư chỉ nên chấp nhận nhà tư vấn có những quan điểm bền vững giống mình. Lẽ dĩ nhiên, tôi tin rằng những quan điểm trong cuốn sách này là đúng đắn. Rất nhiều những quan điểm tài chính cổ điển như “mua khi giá thấp, bán khi giá cao,” sẽ trái ngược hoàn toàn với quan điểm này.

Giả sử rằng, nhà đầu tư thích thú với kiểu đầu tư lâu dài mang lại lợi nhuận lớn, tôi tin rằng đó là mục đích của hầu hết các giao dịch mua cổ phiếu thường, thì vấn đề là ở chỗ anh ta cần phải quyết định có nên sử dụng nhà tư vấn hay nên tự mình đầu tư. Lý do là bởi những cổ phiếu đáp ứng hết các yêu cầu của 15 tiêu chí trên đều có khả năng tự biến đổi các đặc tính đầu tư.

Các công ty với quy mô lớn, có triển vọng tăng trưởng nổi bật sẽ làm khả năng tài chính vững mạnh, cùng thị trường dồi dào, thường được các công ty bảo hiểm, quỹ ủy thác, và nhà đầu tư tổ chức mua. Họ mua chúng bởi cảm thấy nếu chẳng may đánh giá sai về giá thị trường, thì dù buộc phải bán ở mức giá thấp, nhưng dù sao họ cũng tránh được khoản lỗ còn lớn hơn nếu mua cổ phiếu của một công ty mà khả năng cạnh tranh bị giảm trong tương lai.

Những chứng khoán của The Dow Chemical Company, Du Pont, và IBM là loại chứng khoán tăng trưởng điển hình. Trong chương một, tôi đã đề cập đến những trái phiếu hạng cao nhưng lợi nhuận lại thấp trong giai đoạn mười năm kể từ 1946 đến 1956. Vào cuối giai đoạn này, mỗi trái phiếu Dow, Du Pont, và IBM có giá trị gấp gần năm lần giá trị ban đầu, và các cổ đông của công ty không phải chịu áp lực về thu nhập hiện tại. Ví dụ, trái phiếu của Dow là một trong những loại có mức lợi nhuận thấp nhất trên thị trường, chỉ mang lại 21/2% lãi suất (đây là một giai đoạn mà lãi suất của tất cả các loại trái phiếu đều cao), nhưng chỉ mười năm sau, nó đã tăng lên gấp nhiều lần, đến mức mà nhà đầu tư đã thu được 8% đến 9% lãi suất. Đặc biệt hơn, trái phiếu

của ba người khổng lồ này không chỉ tăng trưởng trong giai đoạn mười năm đó. Thập kỷ này tiếp nối thập kỷ khác, tuy đôi lúc bị gián đoạn bởi ảnh hưởng từ cuộc đại suy thoái trên thị trường chứng khoán 1929-1932, hoặc Chiến tranh thế giới lần thứ hai, nhưng các trái phiếu kiểu này luôn tăng trưởng mạnh mẽ.

Ngoài ra, nhà đầu tư có thể thu được lãi suất đáng kinh ngạc từ những khoản đầu tư dài hạn vào các công ty nhỏ và khá mới mẻ, chỉ có tổng doanh thu bán hàng từ 1 đến 6-7 triệu đô-la mỗi năm, với những sản phẩm tuyệt vời hứa hẹn sự đột phá trong tương lai. Để có thể đáp ứng 15 tiêu chí trên, những công ty như vậy thường có bộ máy quản lý kinh doanh xuất sắc kết hợp với đội ngũ những nhà khoa học tài năng cùng đi tiên phong trong lĩnh vực mới, có nhiều triển vọng kinh tế. Hãng The Ampex Corporation phát hành cổ phiếu lần đầu vào năm 1953, là một ví dụ điển hình. Trong bốn năm, giá trị cổ phiếu của công ty này đã tăng hơn bảy lần.

Giữa hai loại hình công ty có tiềm năng tăng trưởng đầy hứa hẹn bao gồm những công ty trẻ với nhiều rủi ro như Ampex và những công ty lớn, được bảo trợ như Dow, Du Pont và IBM, giả sử đó là thời điểm nên mua tất cả (xem chương kế tiếp), nhà đầu tư nên chọn loại cổ phiếu nào?

Cổ phiếu tăng trưởng của các công ty mới có khả năng mang lại khoản lợi nhuận cao nhất, đôi khi là vài nghìn phần trăm sau một thập kỷ. Tuy nhiên, kể cả những nhà đầu tư lão luyện cũng ít nhất một lần tình cờ mắc lỗi đầu tư không thể tránh khỏi. Đừng bao giờ quên rằng, nếu mắc một lỗi trong việc đầu tư vào loại cổ phiếu thường này, thì bạn sẽ mất hết tiền. Ngược lại, nếu bạn mua cổ phiếu theo những quy tắc trong chương kế tiếp, thì bất cứ khoản lỗ nào phát sinh từ cổ phiếu tăng trưởng của các công ty lớn cũng chỉ là tạm thời do sự suy giảm ngoài dự kiến trên thị trường chứng khoán. Qua nhiều năm, lợi nhuận trong dài hạn thu được từ các cổ phiếu của những công ty lớn sẽ ít hơn những doanh nghiệp nhỏ, mới thành lập. Tuy nhiên, tổng giá trị của chúng lại lớn hơn, thậm chí các loại cổ phiếu an toàn có mức tăng trưởng thận trọng nhất thì nó thường sẽ tăng gấp ít nhất vài lần so với khoản đầu tư ban đầu.

Hiển nhiên là bất kỳ ai mạo hiểm đầu tư một khoản lớn đối với chính bản thân và gia đình cũng cần phải tuân theo nguyên tắc đầu tư trên. Nếu bạn đầu tư "phần lớn" khoản tiết kiệm vào những công ty nhỏ hơn Dow, Du Pont hay IBM, thì chí ít cổ phiếu của chúng cũng phải gần giống và tốt hơn cổ phiếu của các công ty mới và nhỏ. Tùy theo nhu cầu và mong muốn của từng cá nhân mà "phần lớn" nằm trong khoảng từ 60% đến 100% tổng số tiền dành cho đầu tư. Một góa phụ không con, được thừa hưởng nửa triệu đô-la tài sản hoàn toàn có thể đầu tư toàn bộ số tiền vào loại cổ phiếu tăng trưởng ít rủi ro của các công ty lớn. Ngược lại, một góa phụ khác được thừa hưởng một triệu đô-la nhưng có ba con, lại muốn tăng tài sản hiện có, sẽ đầu tư ở một mức không làm ảnh hưởng đến cuộc sống gia đình, tức là chỉ đầu tư tối đa 15% tổng tài sản vào

những công ty trẻ, quy mô nhỏ đã được lựa chọn cẩn trọng. Một doanh nhân với một vợ, hai con, có mức đầu tư hiện tại trị giá 400.000 đô-la, và khoản tiết kiệm sau thuế hàng năm là 10.000 đô-la, sẽ đầu tư tất cả 400.000 đô-la của mình vào những công ty tăng trưởng ổn định, nhưng đồng thời anh ta cũng mạo hiểm đầu tư khoản tiết kiệm 10.000 đô-la mỗi năm vào những cổ phiếu khác với mức độ rủi ro hơn 50%.

Dù vậy, trong bất cứ trường hợp nào, lợi nhuận trong dài hạn của nhóm cổ phiếu an toàn cũng phải đủ bù lỗ cho các khoản đầu tư vào nhóm cổ phiếu có độ rủi ro cao hơn. Nếu lựa chọn đúng, thì loại cổ phiếu càng rủi ro lợi nhuận càng cao và quan trọng không kém, đến một lúc nào đó những công ty trẻ phát triển tới ngưỡng làm cho các cổ phiếu của chúng không còn rủi ro cao nữa, thậm chí, còn được các tổ chức mua.

Ở một khía cạnh nào đó, nhà đầu tư nhỏ phải đối mặt với nhiều vấn đề khó khăn hơn. Nhà đầu tư lớn thường không để ý đến lợi nhuận có được từ cổ tức khi tận dụng tất cả các khoản đầu tư nhằm đạt tiềm năng tăng trưởng cao nhất bởi vì sau khi đầu tư toàn bộ tài sản, anh ta vẫn có thể thu được phần cổ tức đủ để đảm bảo mức sống mong muốn, hoặc đạt được mức sống đó bằng cách cộng thu nhập thường xuyên khác và lợi nhuận từ cổ tức. Tuy nhiên, hầu hết các nhà đầu tư nhỏ đều không thể sống chỉ dựa vào thu nhập từ đầu tư bất kể khoản thu nhập có cao đến đâu, bởi lẽ tổng giá trị mà họ đang nắm giữ chưa đủ lớn. Lợi nhuận có được từ cổ tức là lý do buộc các nhà đầu tư nhỏ phải lựa chọn giữa khoản vài trăm đô-la một năm nếu bán ngay bây giờ, hoặc cơ hội kiếm được khoản thu nhập gấp nhiều lần chỉ một ngày sau đó.

Trước khi đưa ra quyết định quan trọng, nhà đầu tư nhỏ nên cân nhắc để khoản đầu tư vào cổ phiếu thường là số tiền dư thừa, không làm ảnh hưởng tới chi phí cuộc sống hàng ngày. Ngoại trừ trong các trường hợp bất thường, anh ta nên giữ lại khoảng vài ngàn đô-la, đủ để chi trả những lúc ốm đau hay rắc rối bất ngờ nảy sinh, trước khi cố gắng mua bất cứ thứ gì chứa nhiều rủi ro như cổ phiếu thường. Tương tự, để riêng khoản tiền dành cho những mục đích cụ thể trong tương lai, như cho con đi học đại học, không nên mạo hiểm đầu tư vào thị trường chứng khoán. Điều đó có nghĩa là sau khi nhà đầu tư đảm bảo có đủ nguồn lực tài chính để giải quyết các vấn đề nêu trên thì hãy nên xem xét việc đầu tư vào cổ phiếu thường.

Mục đích sử dụng những khoản tiết kiệm của các nhà đầu tư nhỏ còn tùy thuộc vào sự lựa chọn của mỗi cá nhân trong từng trường hợp cụ thể, và giá trị của khoản thu nhập khác. Một thanh niên hay một nhà đầu tư lớn tuổi đã có con hoặc người thừa kế, có lẽ sẽ bỏ qua khoản thu nhập 30 hay 40 đô-la một tháng có từ cổ tức vì muốn kiếm được khoản lợi nhuận gấp mười lần sau mười lăm năm. Ngược lại, một người cao tuổi, không còn vướng mắc chuyện con cái thường thích kiếm ngay những khoản lợi nhuận lớn hơn. Tương tự, một người có thu nhập tương đối

thấp, phải chịu áp lực tài chính lớn sẽ không được phép lựa chọn do phải đáp ứng nhu cầu tất yếu của cuộc sống.

Dù vậy, đa số nhà đầu tư nhỏ lẻ đưa ra quyết định quan trọng tức thì về thu nhập đều mang tính cá nhân, phần lớn phụ thuộc vào tâm lý của mỗi nhà đầu tư. Theo quan điểm của riêng tôi, một khoản nhỏ thu nhập thêm (sau thuế) không thể sánh bằng khoản đầu tư mà sau vài năm có thể mang lại lợi nhuận đáng kể giúp cho các con tôi có cuộc sống sung túc. Tuy nhiên, một số người khác không có quan điểm như vậy.

Sự thành công của bất kỳ cá nhân nào nhờ sử dụng những tiêu chí trên để đầu tư đều phải dựa trên hai nhân tố. Một là, kỹ năng đầu tư của anh ta. Dĩ nhiên, vận may là nhân tố thứ hai. Trong một giai đoạn nào đó, có thể do tình cờ ngày mai các nhà nghiên cứu khám phá ra một phát minh tuyệt vời trong phòng thí nghiệm hoặc sau năm năm phát triển nghiên cứu nhưng không đem lại kết quả gì liên quan tới lĩnh vực của công ty, tức là lợi nhuận của nhà đầu tư có thể gấp ba hoặc bị mất một nửa; rõ ràng là, vận may đóng vai trò cực kỳ quan trọng trong việc đầu tư. Đây là lý do vì sao dù là một nhà đầu tư ở mức trung bình, vẫn có những lợi thế nhất định. Yếu tố may mắn sẽ được san đều nếu bạn có vài khoản đầu tư tốt.

Dù vậy, hãy nhớ vô số công trình nghiên cứu trong suốt ba mươi lăm năm qua của các chuyên gia tài chính đã chỉ ra rằng các nhà đầu tư lớn và nhỏ đều mong muốn nhận được khoản thu nhập lớn hơn sau vài năm vì mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận. Họ so sánh những kết quả đạt được từ việc mua cổ phiếu thường với cổ tức cao và việc đầu tư vào cổ phiếu thường với cổ tức thấp của các công ty tăng trưởng nhờ tập trung vào tái đầu tư tài sản. Theo tôi biết, tất cả những người đã tham gia nghiên cứu đều nhất trí rằng cổ phiếu tăng trưởng, qua năm hay mười năm sẽ mang lại giá trị gia tăng đáng kinh ngạc.

Tóm lại, các cổ phiếu tăng trưởng không chỉ có tính ưu việt trong việc định giá các khoản vốn, mà về lâu dài còn làm tăng lợi nhuận có được từ cổ tức.

5. Thời điểm mua vào

Các chương trước chỉ ra rằng đầu tư thành công là tìm ra vài cổ phiếu có mức lợi nhuận trên mỗi cổ phần tăng mạnh trong những năm tiếp theo. Như vậy thời điểm mua có phải là vấn đề quan trọng hay không? Liệu có phải khi nhà đầu tư chắc chắn là đã tìm được một cổ phiếu có giá trị thì không còn thời điểm mua nào tốt hơn chính lúc đó? Câu trả lời phụ thuộc vào mục tiêu cũng như bản tính của nhà đầu tư.

Chúng ta hãy xem xét một trong các ví dụ điển hình nhất trong lịch sử tài chính. Đó là vụ mua lại những công ty đã được lựa chọn kỹ vào mùa hè năm 1929, thời điểm ngay trước khi xảy ra vụ sụp đổ thị trường chứng khoán lớn nhất trong lịch sử nước Mỹ. Thời điểm đó thương vụ đem lại kết quả tốt. Tuy nhiên, hai mươi năm sau nó chỉ mang lại phần trăm lợi nhuận nhỏ, thế nên việc lựa chọn chính xác cổ phiếu chỉ đưa lại một khoản lợi nhuận khiêm tốn hơn nhiều nếu so với việc nhà đầu tư bỏ thêm chút công sức để nắm được những nguyên tắc lựa chọn thời điểm mua cổ phiếu tăng trưởng. Hiểu theo một cách khác, bạn sẽ có lãi nếu chọn đúng loại chứng khoán cần mua và nắm giữ trong một khoảng thời gian cần thiết. Tuy nhiên nếu muốn đạt được mức lợi nhuận tối đa thì bạn phải dành thời gian cân nhắc về thời điểm thích hợp để mua chứng khoán.

Theo tôi, lựa chọn thời điểm mua theo cách truyền thống là không khoa học. Theo cách này, chúng ta sẽ phải phân loại hàng núi dữ liệu kinh tế để rút ra các kết luận về tình hình kinh doanh ngắn và trung hạn. Những nhà đầu tư khôn ngoan hơn đưa ra ý kiến về biến động của dòng tiền cũng như hoạt động kinh doanh trong thời gian tới. Nếu như dự đoán tình hình không có gì xấu, họ có thể mua các cổ phiếu được kỳ vọng. Trong trường hợp dự đoán không thuận lợi, nhà đầu tư sử dụng phương pháp lựa chọn thời điểm ở trên sẽ trì hoãn hoặc hủy bỏ kế hoạch mua cổ phiếu.

Tôi phản đối không phải do phương pháp này không đúng về mặt lý thuyết mà bởi vì với kiến thức hiện nay không thể áp dụng nó để dự đoán xu hướng kinh doanh. Cơ may thành công không đáng để đảm bảo có thể đánh cược bằng số tiền tiết kiệm của mình. Đây không phải là một phương pháp phù hợp để dự đoán trong ngắn hạn vài năm. Những người có năng lực đang tìm cách sử dụng máy vi tính để thiết lập hệ thống thông tin đầu ra và đầu vào của các dữ liệu phức tạp, song có lẽ trong tương lai chúng ta mới có thể xác định chính xác xu hướng kinh doanh bằng phương pháp này.

Nếu như có tiến triển, thì cần phải chỉnh sửa lại nghệ thuật đầu tư cổ phiếu thường. Tuy nhiên, tôi tin rằng cho đến khi đạt được sự tiến triển thì kinh tế học giải thích những xu hướng kinh

doanh trong tương lai cũng phát triển giống như thuật giả kim tiền thân của ngành hóa học thịnh hành thời Trung cổ. Trong ngành hóa học cũng như trong việc dự đoán xu hướng kinh doanh hiện nay, các nguyên tắc cơ bản đều bắt nguồn từ những thứ bí hiểm không đâu. Tuy nhiên, ngành hóa học không đưa ra một tiêu chí để các nguyên tắc như vậy có thể được sử dụng làm cơ sở an toàn để lựa chọn kế hoạch hành động.

Nhà đầu tư điển hình thường có những dự đoán về nền kinh tế và quá tin tưởng vào tính xác thực của chúng. Nếu vậy, anh ta nên kiểm tra tập hồ sơ lưu các số báo đã ra của tạp chí Commercial & Financial Chronicle vào bất cứ năm nào anh ta muốn kể từ cuối Chiến tranh thế giới thứ hai. Dù chọn năm nào, anh ta cũng có thể thấy một lượng lớn bài báo, trong đó các chuyên gia về kinh tế và tài chính hàng đầu trình bày quan điểm của họ về viễn cảnh sắp tới. Các biên tập viên lựa chọn tài liệu trình bày các quan điểm mang màu sắc lạc quan lẫn bi quan, bởi vậy sẽ không bất ngờ khi anh ta có thể cảm nhận được những ý kiến trái ngược nhau trong cùng một vấn đề. Điều gây ngạc nhiên ở đây chính là mức độ bất đồng ý kiến của các chuyên gia. Thậm chí một số quan điểm tranh luận có sức thuyết phục và cuốn hút mạnh mẽ tại thời điểm được trình bày, nhưng về sau dự đoán sai hoàn toàn.

Nỗ lực thường xuyên của giới tài chính nhằm dự đoán nền kinh tế dựa trên những sự kiện có thật ngẫu nhiên và không hoàn chỉnh khiến mọi người phải tự hỏi họ sẽ đạt được điều gì nếu dành một phần công sức đó để áp dụng vào thứ nào đó hữu ích hơn. Tôi cũng vừa làm một phép so sánh giữa việc dự đoán nền kinh tế với những dự đoán về ngành hóa học trong thời đại thuật giả kim thịnh hành. Có lẽ nỗi lo lắng này cùng với nỗ lực làm một điều gì đó chưa được thực hiện cho phép thực hiện sự so sánh trên

Đó là thời kỳ mà người phương Tây sống với những mong ước viển vông. Chủ yếu là do họ tập trung vào những điều vô bổ. Thử nghĩ xem chúng ta sẽ đạt được những gì nếu như đầu tư phân nửa công sức đó thay vì tranh cãi, chúng ta dùng nó để chiến đấu với cơn đói, bệnh tật, và lòng tham. Có lẽ một phần trí lực mà giới đầu tư sử dụng để dự đoán tương lai của chu kỳ kinh doanh sẽ mang lại kết quả tốt hơn nhiều nếu được sử dụng vào những mục đích hữu ích hơn.

Nếu những nghiên cứu truyền thống về viễn cảnh kinh tế gần đây không đưa ra phương pháp xác định thời điểm thích hợp để mua cổ phiếu, thì cái gì sẽ cung cấp cho chúng ta? Câu trả lời nằm trong bản chất của cổ phiếu tăng trưởng.

Để tránh lặp lại, chúng ta hãy xem xét một số tính chất cơ bản của các vụ đầu tư thành công đã được trình bày ở những chương trước. Những công ty hoạt động trong lĩnh vực khoa học công nghệ sản xuất các sản phẩm mới đa dạng và triển khai các quy trình từ phòng thí nghiệm, thực

hiện sản xuất thí điểm cho đến những bước đầu tiên của quá trình thương mại hóa sản phẩm. Tất cả các quy trình này có các mức chi phí khác nhau và làm giảm lợi nhuận của công ty. Thậm chí trong giai đoạn đầu của quá trình thương mại hóa sản phẩm, chi phí bán hàng còn tăng lên do phải đầu tư thêm chi phí hoàn thiện sản phẩm để đạt lợi nhuận như mong muốn. Các khoản chi phí đó có thể còn vượt quá chi phí trong giai đoạn thử nghiệm.

Đứng trên quan điểm của nhà đầu tư tất cả những vấn đề này bao hàm hai khía cạnh có tầm quan trọng đặc biệt. Thứ nhất, chúng ta không thể phụ thuộc vào bất cứ thời gian biểu bảo đảm nào trong vòng đời phát triển của một sản phẩm mới. Thứ hai, thậm chí đối với một doanh nghiệp quản lý có bề dày nhất, chỉ cần một chút thất bại cũng làm phát sinh chi phí. Cũng như trong thể thao, nhà vô địch tài năng nhất vẫn có thể thua trong một số trận đấu.

Tiêu chí phát triển một quá trình mới có lẽ cũng cần được xem xét kỹ lưỡng, đứng trên quan điểm thời gian mua cổ phiếu thường là lúc mà xí nghiệp thương mại đầu tiên đi vào sản xuất. Đối với một kế hoạch mới dành cho các quy trình hay sản phẩm truyền thống cũng có thể phải trải qua một giai đoạn thích nghi khoảng 6-8 tuần tốn kém chi phí. Sẽ phải mất một khoảng thời gian khá lâu để có thể áp dụng công nghệ đạt hiệu suất hoạt động theo yêu cầu và loại trừ những hỏng hóc khó tránh khỏi. Khi quá trình đã thật sự thay đổi mạnh mẽ, giai đoạn chỉnh sửa tốn kém này có thể kéo dài và vượt mức mà một kỹ sư có cái nhìn bi quan nhất trong công ty có thể ước lượng được. Ngoài ra, khi vấn đề đã được giải quyết ổn thỏa, những cổ đông đã phải chờ đợi trong thời gian dài rốt cục vẫn không thể thu được lợi nhuận ngay lập tức. Thậm chí công ty còn phải sử dụng lợi nhuận thu được từ dây chuyền sản phẩm cũ để đầu tư vào những chương trình quảng cáo nhằm thuyết phục khách hàng sử dụng sản phẩm mới.

Cũng có khả năng công ty này đang tăng trưởng doanh thu từ các sản phẩm khác hoặc các sản phẩm đời cũ hơn nên việc giảm lợi nhuận không khiến các cổ đông bận tâm. Tuy nhiên, thông thường lại xảy ra những khả năng ngược lại. Khi mọi người nắm bắt được thông tin về sản phẩm mới mang tính năng khác biệt từ phòng thí nghiệm của một công ty có tổ chức tốt, người mua chứng khoán đầy hào hứng đẩy giá cổ phiếu của công ty lên. Khi biết nhà máy thử nghiệm vận hành thành công, giá của cổ phiếu sẽ càng tăng cao hơn nữa. Hầu như chẳng ai dùng phép loại suy cổ điển để có thể nhận ra rằng vận hành nhà máy thử nghiệm cũng giống như lái một chiếc ôtô đi trên con đường làng ngoằn ngoèo với tốc độ 10km/giờ. Nhưng vận hành nhà máy thương mại thì tốc độ là 100km/giờ.

Vận hành nhà máy thương mại gặp phải hàng loạt chướng ngại tháng này qua từ tháng khác và những chi phí ngoài dự tính cứ thế tăng lên làm cho thu nhập trên mỗi cổ phần giảm đáng kể. Và người ta lại tung tin rằng nhà máy đó đang có vấn đề. Nếu vấn đề có thể được giải quyết thì

cũng không ai biết chính xác đó là lúc nào. Lẽ dĩ nhiên những người mua cổ phiếu với tâm trạng hào hứng trước đây lại trở thành những người bán bất đắc dĩ. Và giá cổ phiếu cũng theo đà đó mà trượt dốc. Giai đoạn điều chỉnh càng kéo dài thì giá chứng khoán trên thị trường càng sụt giảm. Cuối cùng thì người ta cũng công bố tin tốt lành rằng nhà máy đã được vận hành trơn tru trở lại. Giá cổ phiếu lại phục hồi trong vài ngày. Nhưng trong quý tiếp theo, khi chi phí doanh thu đặc biệt khiến cho lợi nhuận thuần sụt giảm mạnh hơn, cổ phiếu lại tụt giá xuống mức thấp nhất trong vòng vài năm trở lại đây. Sau đó, giới đầu tư được thông báo rằng hệ thống quản lý gặp sai sót.

Về điểm này, chứng khoán là một món hàng mang tính "giật gân". Khi những nỗ lực doanh thu tăng thêm vừa đủ để chi trả cho nhà máy sản xuất sản phẩm đầu tiên, thì cũng chỉ cần những nỗ lực bán hàng thông thường là có thể làm cho đường doanh thu tiếp tục đi lên trong những năm tiếp theo. Một khi đã áp dụng cùng một quy trình công nghệ thì đối với việc đầu tư vào hoạt động vận hành của nhà máy thứ hai, thứ ba, thứ tư, thứ năm sẽ không gặp phải sự trì hoãn hay chi phí đặc biệt phát sinh như nhà máy đầu tiên. Vào thời điểm nhà máy thứ năm đạt công suất tối đa thì công ty đã lớn mạnh và có khả năng đến mức có thể áp dụng quy trình trên đối với các sản phẩm mới khác mà không hề gặp phải tình trạng sụt giảm trong thu nhập hay giá cổ phiếu. Nhà đầu tư cần nắm giữ khoản đầu tư vào đúng thời điểm thì sẽ có lợi nhuận tăng trưởng trong nhiều năm tiếp theo.

Trong bản thảo đầu tiên, tôi đã sử dụng những từ sau đây để mô tả một ví dụ về cơ hội kiểu này. Tôi sử dụng một ví dụ chỉ vừa mới xảy ra vào thời điểm đó:

"Một số quỹ đầu tư đã tận dụng tình hình trước khi cuộc bầu cử quốc hội năm 1954 diễn ra. Vài năm trước đó, người ta đã bán cổ phần của American Cyanamid trên thị trường tại mức P/E (chỉ số giá/thu nhập của mỗi cổ phiếu) thấp hơn nhiều so với hầu hết các công ty hóa phẩm lớn khác. Mặc dù chi nhánh Lederle của công ty được xem là một trong những tổ chức dược phẩm hàng đầu thế giới, nhưng các hoạt động với quy mô lớn về hóa phẩm công nghiệp và nông nghiệp của công ty đã dẫn đến tình trạng một loạt những nhà máy tốn nhiều chi phí và hoạt động không hiệu quả. Vì vậy, công ty không được coi là một khoản đầu tư hấp dẫn.

Một thực tế ít được chú ý đó là bộ máy quản lý mới kiên định trong việc không cắt giảm chi phí, sẵn sàng loại bỏ những thứ vô ích và cơ cấu lại tổ chức. Mọi người chỉ chú ý tới việc công ty này đang đặt cược một khoản vốn lớn so với quy mô của công ty vào một nhà máy hóa học hữu cơ đồ sộ ở Fortier, bang Louisiana. Thiết kế của nhà máy khá phức tạp nên không ai ngạc nhiên khi dự án đạt được điểm hòa vốn chậm hơn nhiều tháng so với kế hoạch dự tính. Tuy nhiên khi vấn đề ở Fortier chưa được giải quyết thì cổ phần của American Cyanamid lại được chú ý. Lúc đó,

giới tài chính tin rằng đã đến thời điểm mua vào, các quỹ mà tôi đề cập đã mua cổ phần với giá bình quân 453/4 tương đương với giá 227/8 ở thời điểm hiện tại, do cổ phiếu này được chia tách theo tỷ lệ 1:2 vào năm 1957.

Điều gì xảy ra sau đó? Khoảng thời gian chờ đợi để công ty có thể thu lợi nhuận từ những hoạt động liên quan đến khoản chi phí bất thường vào năm 1954 cuối cùng cũng đã trôi qua. Giờ đây Fortier đang gặt hái lợi nhuận đáng kể. Thu nhập mỗi cổ phiếu thường tăng từ 1,48 đô-la năm 1954 lên 2,10 đô-la vào năm 1956 và hứa hẹn sẽ tiếp tục tăng vào năm 1957, trong khi hầu hết lợi nhuận của ngành hóa phẩm (trừ dược phẩm) sụt giảm so với các năm trước. Cũng quan trọng không kém, Phố Wall nhận thấy việc đầu tư vào hoạt động hóa phẩm nông nghiệp và công nghiệp của American Cyanamid là thỏa đáng. Bởi thế, chỉ số P/E của những cổ phần này tăng đáng kể. Như vậy, trong vòng ba năm, 37% thu nhập tăng thêm làm thị giá cổ phiếu tăng lên khoảng 85%."

Kể từ khi những điều này được trình bày, giới tài chính dường như ngày càng nâng cao vị thế của American Cyanamid, với thu nhập năm 1959 hứa hẹn vượt qua mức kỷ lục 2,42 đô-la của năm 1957, thị giá của các cổ phần này cũng theo đà tăng lên. Hiện tại thị giá là 60, phản ánh thu nhập tăng 70% và thị giá tăng 163% được trong vòng năm năm kể từ khi ấn bản đầu tiên của cuốn sách này xuất bản.

Tôi muốn kết thúc câu chuyện về American Cyanamid bằng tin tốt lành này. Tuy nhiên, tôi cũng muốn đưa ra thêm những thông tin xác thực hơn. Trong ấn bản đầu tiên, tôi đã đề cập đến việc một số quỹ mua chứng khoán của American Cyanamid. Các quỹ này không còn nắm giữ những cổ phần đã bán với giá bình quân khoảng 49 đô-la vào mùa xuân 1959. Mức giá này quá thấp so với giá thị trường hiện nay, nhưng vào thời điểm đó vẫn mang lại mức lợi nhuận 110%.

Mức lợi nhuận không phải tác nhân dẫn đến quyết định bán, mà nó dựa trên hai động cơ. Thứ nhất, viễn cảnh của công ty khác có vẻ khả quan hơn. Trong chương tiếp theo, bạn sẽ tìm hiểu kỹ hơn về vấn đề này và vì sao tôi coi nhân tố này là một trong những lý do bán cổ phiếu. Mặc dù chưa có đủ thời gian để có thể đưa ra chứng cứ rõ ràng và xác đáng thì cho tới nay các báo giá trên thị trường về hai loại cổ phiếu đều minh chứng cho điều này.

Tuy nhiên, sự chuyển hướng đầu tư này còn ẩn chứa động cơ thứ hai mà sẽ tốt hơn nếu chúng ta nhận ra kịp thời. Đó là mối quan ngại về một trong những công ty danh tiếng nhất trong lĩnh vực dược phẩm khi kinh doanh về hóa học như American Cyanamid lại không có khả năng tăng mức biên lợi nhuận cũng không đưa ra các dòng sản phẩm mang lại lợi nhuận như mong đợi. Mối quan ngại về các nhân tố trên là do công ty không chắc chắn về khả năng chịu được những

chi phí phát sinh khi muốn kinh doanh sợi làm bằng chất acrylic trong ngành dệt vốn đang cạnh tranh gay gắt. Lập luận này có thể chuẩn xác nhưng vẫn dẫn đến quyết định đầu tư sai lầm bởi công ty còn có viễn cảnh tươi sáng ở chi nhánh dược phẩm Lederle. Viễn cảnh này càng rõ ràng hơn khi công ty bán cổ phần. Khả năng Lederle có thể đạt mức thu nhập nhảy vọt trong trung hạn là nhờ hai yếu tố: 1) sản xuất một loại chất kháng sinh có tác dụng tốt 2) thị trường đủ lớn và có sẵn cho một loại vắc xin uống phòng bại liệt, loại sản phẩm mà công ty đã luôn giữ vị trí dẫn đầu. Sự phát triển này không biết rồi sẽ hướng công ty đi tới đâu, chỉ có tương lai mới trả lời được việc bán cổ phần của Cyanamid có phải là một quyết định đúng đắn hay không. Rút kinh nghiệm từ sai lầm có thể còn hữu ích hơn là hồi tưởng lại những thành công đã gặt hái được, và tôi muốn đưa ra một gợi ý dù nghe có vẻ hơi quá tự tin, đó là bất cứ ai thật sự muốn nâng trình độ đầu tư của mình lên thì nên chú ý tới các chương cuối và đọc lại sau khi đã đọc xong chương tiếp theo có tiêu đề "Thời điểm bán ra".

Bây giờ, chúng ta hãy xem xét tiếp một ví dụ cập nhật hơn, cũng bàn về cơ hội để mua vào mà tôi đã đề cập trong ấn bản đầu tiên:

Tình trạng tương tự có thể xảy ra với Food Machinery Chemical Corporation (FMCC) vào nửa cuối năm 1957. Nhiều nhà đầu tư tổ chức thích cổ phần của các công ty này. Tuy nhiên, hầu hết cho rằng dù có nhiều yếu tố hấp dẫn đến đâu thì vẫn cần có những chứng cứ cụ thể trước khi quyết định mua cổ phần. Để hiểu thêm chúng ta phải đi sâu tìm hiểu bối cảnh.

Trước Chiến tranh thế giới thứ hai, công ty này đã đa dạng hóa dây chuyền sản xuất máy móc. Nhờ bộ máy quản lý tài ba cùng với thiết kế phát triển tương xứng, FMCC đã trở thành một trong những khoản đầu tư thành công nhất thời kỳ trước chiến tranh. Trong chiến tranh, bên cạnh việc sản xuất đồ quân nhu, công ty còn tham gia kinh doanh đa dạng các sản phẩm hóa học. Lý do xuất phát từ mong muốn ổn định xu hướng mang tính chu kỳ của lĩnh vực kinh doanh máy móc thông qua việc sản xuất sản phẩm tiêu dùng, doanh thu của các sản phẩm mới có thể tăng lên nhờ vào nghiên cứu sau vài năm, giống như thành công đã đạt được trong lĩnh vực máy móc và đồ quân nhu.

Đến năm 1952, FMCC đã mua lại bốn công ty và chuyển thành bốn chi nhánh (hiện tại là năm chi nhánh). Khi hợp nhất lại, các chi nhánh này chiếm chưa đến một nửa tổng doanh thu nếu tính cả lĩnh vực sản xuất hàng quân nhu và chỉ hơn một nửa nếu chỉ tính các lĩnh vực sản xuất hàng dân dụng. Trước và trong những năm diễn ra việc mua lại, các đơn vị hóa phẩm đã có sự khác biệt lớn trong tăng trưởng. Một đơn vị dẫn đầu về tăng trưởng nhanh nhờ lợi nhuận biên lớn và có uy tín cao về kỹ thuật trong ngành. Một đơn vị khác chịu tình trạng ngược lại do nhà

máy trang bị lạc hậu, lợi nhuận biên thấp và đối xử không tốt với nhân viên. Tuy nhiên, nhìn chung so với các công ty hàng đầu trong lĩnh vực hóa học thì FMCC vẫn giữ một vị trí đáng nể.

Giới tài chính đã rút ra một số kết luận khá chính xác rằng chi nhánh sản xuất máy móc là khoản đầu tư được đánh giá cao nhất. Chi nhánh này có các nhà máy với chi phí sản xuất thấp hơn so với ngành, có tỷ lệ tăng trưởng nội bộ ngành từ 9-10% mỗi năm (so với ngành hóa chất nói chung), hàng năm bộ phận thiết kế tung ra thị trường những sản phẩm mới lạ. Tuy nhiên, giới đầu tư sẽ không muốn đầu tư vào doanh nghiệp đa ngành này trừ khi các chi nhánh hóa phẩm có mức lợi nhuận biên cao hơn và có thêm bằng chứng về giá trị nội tại. Trong khi đó, bộ phận quản lý tìm mọi cách để giải quyết vấn đề này. Họ đã làm gì? Động thái đầu tiên là thông qua chế độ thăng cấp trong công ty và tuyển dụng từ bên ngoài để xây dựng một đội ngũ quản lý cao cấp. Đội ngũ mới này chi tiền vào việc hiện đại hóa nhà máy cũ, xây dựng nhà máy mới và phát triển công tác nghiên cứu. Ngoài các khoản chi thông thường cho nhà máy, việc mở rộng và hiện đại hóa cũng đòi hỏi thêm rất nhiều tiền. Điều khiến mọi người hơi bất ngờ là tất cả các khoản chi bất thường vào các năm 1955, 1956, 1957 lại không làm giảm thu nhập của lĩnh vực hóa chất. Thu nhập vẫn ổn định chứng tỏ công việc mà công ty thực hiện đã đi đúng hướng.

Trong bất cứ trường hợp nào, nếu dự án được lên kế hoạch chính xác thì hiệu quả đạt được sẽ lớn hơn chi phí phát sinh tiếp theo. Năm 1956, chi phí cho nghiên cứu tăng hơn 50% so với năm 1955. Trong năm 1955, chi phí nghiên cứu hóa học không thấp hơn quá nhiều so với mức trung bình của ngành, còn chi phí cho nghiên cứu máy móc lại cao hơn so với hầu hết các công ty khác. Mặc dù phải chi nhiều trong giai đoạn nghiên cứu nhưng vào nửa cuối năm 1957, công ty vẫn đạt được mức lợi nhuận như mong đợi. Vào giữa năm 1957, các nhà máy sản xuất clo ở Nam Charleston, và Tây Virginia đã đi vào hoạt động theo kế hoạch. Do không gặp phải những sự cố bất ngờ thường thấy trong ngành hóa chất, lợi nhuận của công ty hứa hẹn sẽ tăng mạnh vào đầu năm 1958.

Theo tôi, các nhà đầu tư tổ chức luôn chỉ nhìn bề nổi và tránh xa cổ phiếu của công ty trừ phi họ thấy thu nhập được cải thiện, lợi nhuận biên từ hóa phẩm tăng mạnh trong một khoảng thời gian. Nếu như điều đó xảy ra, thì đến năm 1958 và 1959, giới tài chính mới dần nhận ra sự cải thiện đã bắt đầu từ vài năm trước trong các chỉ số cơ bản. Lúc đó, cổ phiếu của công ty đang tiếp tục tăng trưởng sẽ tăng giá một phần do lợi nhuận trên mỗi cổ phần được cải thiện và còn tăng nhanh do chỉ số P/E cao hơn nhờ những đánh giá lại của giới tài chính về giá trị nội tại của công ty.

Tôi tin rằng các bản tường trình trong hai năm qua sẽ chứng minh giá trị xác thực của những nhận xét trên. Có lẽ giới tài chính bắt đầu nhận ra bản chất vấn đề khi suy thoái xảy ra vào năm

1958, trong lúc gần như tất cả các công ty hóa phẩm và sản xuất máy móc sụt giảm đều thu nhập, thì FMCC lại có mức lợi nhuận cao nhất từ trước tới nay – 2,39 đô-la/cổ phần. Mức này còn cao hơn so với vài năm trước: thời kỳ nền kinh tế thịnh vượng. Tôi cũng muốn thông báo rằng lĩnh vực hóa phẩm cuối cùng cũng được sánh ngang tầm với lĩnh vực máy móc và đều là các lĩnh vực đầu tư hứa hẹn không giới hạn. Mặc dầu khi viết những dòng này, lợi nhuận năm 1959 vẫn chưa xuất hiện, nhưng mức tăng đáng kể trong thu nhập 9 tháng đầu kể từ thời điểm được đề cập trong năm 1958 càng khẳng định thêm tiềm năng gặt hái thành quả lớn từ việc tái cơ cấu ngành hóa phẩm. Những gì đạt được năm 1959 có vai trò đặc biệt quan trọng bởi đây là năm mà đơn vị sản xuất đồ quân nhu chuyển sang sản xuất xe tăng bọc nhôm, thay vì bọc thép, để có thể thả từ trên không bằng dù. Điều đó cũng có nghĩa là năm 1959, bộ phận sản xuất hàng quân nhu đóng góp không đáng kể vào lợi nhuận chung, nhưng mức lợi nhuận kỷ lục vẫn được duy trì.

Vậy phản ứng của thị trường như thế nào? Cuối tháng 09 năm 1957, khi viết phần cuối của ấn bản đầu tiên, giá cổ phiếu của FMCC là 251/4 đô-la và hiện tại mức giá là 51 đô-la, tăng hơn 102%.

Một số sự kiện thúc đẩy khiến cho thị trường phản ứng mạnh mẽ. Năm 1959, nhà xuất bản McGraw-hill đề xuất một thông lệ quy định mỗi năm trao giải thưởng cho những thành tựu nổi bật về quản lý trong ngành hóa phẩm. Để quyết định người đầu tiên được nhận giải thưởng danh dự này, họ đã chọn ra ban giám khảo có chuyên môn gồm mười thành viên nổi tiếng và có hiểu biết: bốn thành viên đến từ các trường đại học hàng đầu trong lĩnh vực quản trị doanh nghiệp, ba thành viên đến từ các tổ chức đầu tư tài chính nổi bật nắm giữ một lượng lớn cổ phần trong ngành hóa, ba thành viên còn lại đại diện cho ba công ty tư vấn hóa phẩm nổi tiếng. Có 22 công ty được đề cử và 14 công ty được nhận giải. Giải thưởng về thành tựu quản lý này không được trao cho những đại gia tên tuổi trong ngành, những công ty mà phố Wall Street luôn tập trung sự chú ý, mà dành cho công ty hóa phẩm của tập đoàn FMCC, công ty mà mới hai năm trước đó hầu như người mua cổ phiếu theo cách truyền thống xem việc mua cổ phiếu của nó là một khoản đầu tư vô bổ.

Tại sao vấn đề trên lại quan trọng đối với các nhà đầu tư dài hạn? Thứ nhất, nó đảm bảo chắc chắn rằng thu nhập của những công ty như vậy sẽ tăng lên trong những năm tới, dù xu hướng của hoạt động kinh doanh nói chung tăng hay giảm. Những người kinh doanh có hiểu biết trong ngành hóa phẩm sẽ không trao giải thưởng cho một công ty không có phòng ban nghiên cứu phát triển sản phẩm mới hoặc không có đội ngũ kỹ sư ngành hóa sản xuất chúng để thu lợi nhuận. Thứ hai, giải thưởng này sẽ để lại dấu ấn trong giới đầu tư. Đối với nhiều người nắm giữ

cổ phiếu, không có gì đáng mong ước hơn là sức ảnh hưởng của thu nhập do được thị trường định giá cao hơn sẽ làm tăng giá cổ phiếu.

Bên cạnh vấn đề giới thiệu sản phẩm mới và những rắc rối nảy sinh trong quá trình vận hành các nhà máy có cấu trúc phức tạp, còn một số vấn đề khác có thể tạo ra nhiều cơ hội mua cổ phiếu của công ty có dấu hiệu bất thường. Ví dụ, ngoài những yếu tố khác, công ty điện tử Middle Western còn nổi tiếng bởi mối quan hệ rất tốt với người lao động. Sau đó do công ty phát triển tới mức mà chỉ riêng quy mô cũng dẫn đến một số thay đổi trong cách đối đãi với nhân viên. Sự xung đột diễn ra, đình công kéo dài ở doanh nghiệp mà từ trước tới nay luôn được mọi người biết đến là có mối quan hệ nhân lực tốt và năng suất lao động cao, kết quả là mâu thuẫn xuất hiện, năng suất lao động giảm. Vào thời điểm này, công ty mắc sai lầm trong việc đánh giá thị trường tiềm năng cho sản phẩm mới. Thu nhập giảm mạnh và giá của cổ phần theo đó cũng sụt giảm.

Nhưng một đội ngũ quản lý có trình độ và tài năng có thể nhanh chóng đề ra các kế hoạch để cải thiện tình hình. Nếu như việc vạch kế hoạch chỉ mất vài tuần thì việc thực hiện kế hoạch lại tiêu tốn rất nhiều thời gian. Khi kế hoạch được thực hiện và thể hiện hiệu quả của nó qua thu nhập trên các cổ phiếu tăng lên, thời điểm mua cổ phiếu mà ta gọi là điểm A xuất hiện. Tuy nhiên, phải mất một năm rưỡi thì tất cả mọi lợi ích và quyền lợi mới thể hiện ra trên lợi nhuận. Đến cuối giai đoạn này, một cuộc đình công nữa nổ ra. Việc giải quyết ổn thỏa vụ đình công là bước cuối cùng cần phải làm để công ty có thể giành lại được khả năng cạnh tranh của mình. Vụ việc này chỉ xảy ra trong thời gian ngắn. Tuy nhiên, vụ đình công ngắn ngủi và không mấy thiệt hại này lại gây ra tin đồn trong giới tài chính rằng vấn đề về người lao động ngày càng xấu hơn. Bất chấp các lãnh đạo chủ chốt của công ty mua vào mạnh, giá cổ phiếu vẫn giảm. Điều này cũng minh chứng cho những suy nghĩ đúng đắn về một cơ hội mua khác đứng trên quan điểm phán đoán thời gian và ta gọi là điểm mua B. Những người có tầm nhìn xa và khả năng phát hiện bản chất vấn đề đang diễn ra có thể mua với mức giá hời một cổ phiếu mà họ dự đoán sau nhiều năm sẽ đạt mức tăng trưởng tốt.

Hãy xem xét mức lợi nhuận có thể đạt được là bao nhiêu nếu một nhà đầu tư mua ở điểm A hoặc B. Tôi không lấy mức giá thấp nhất mà bảng giá cổ phiếu hàng tháng đưa ra bởi vì chỉ vài trăm cổ phần được chuyển nhượng tại mức giá thấp này. Nếu một nhà đầu tư mua được ở mức thấp nhất này thì chỉ có thể là nhờ may mắn mà thôi. Do đó, tôi sẽ sử dụng các mức giá cao hơn mà tại đó sẽ có hàng nghìn cổ phần sẵn sang chuyển nhượng, và bất cứ ai hiểu rõ tình thế này cũng có thể dễ dàng mua được chúng.

Tại điểm mua A, cổ phiếu đã mất 24% giá trị chỉ sau một vài tháng so với mức giá ở đỉnh ban đầu. Trong vòng một năm sau, thị giá của các cổ phiếu mua tại điểm A đã tăng từ 55-60%. Sau đó, đình công tạo ra điểm mua B. Cổ phiếu tụt xuống 20%. Đáng ngạc nhiên là giá đó được duy trì vài tuần sau khi cuộc đình công kết thúc. Lúc đó, một nhân viên có trình độ của quỹ ủy thác đầu tư lớn đã nói với tôi rằng anh ta biết tình thế hiện tại tốt đẹp ra sao và điều gì chắc chắn sẽ xảy ra. Mặc dầu vậy, anh ta không khuyến khích hội đồng tài chính mua. Anh ta giải thích rằng chắc chắn các thành viên sẽ cùng thảo luận với đồng nghiệp ở Phố Wall, họ không chỉ phủ nhận mà còn khiển trách anh ta vì đã khiến công ty phí phạm thời gian chú ý tới một doanh nghiệp có bộ phận quản lý trình độ thấp và mối quan hệ lao động không thể cứu vãn!

Chỉ vài tháng sau khi tôi viết những điều này, giá cổ phiếu đã tăng lên 50% so với điểm mua B và hơn 90% so với điểm mua A. Không những thế, tương lai của công ty còn hứa hẹn viễn cảnh sẽ đạt mức tăng trưởng ngoạn mục trong nhiều năm tới như thời gian trước khi những vụ việc không may nhất thời tạo ra điểm mua A và B. Những người mua vào các tại thời điểm trên đã chọn đúng công ty vào đúng thời điểm.

Tóm lại, nhà đầu tư nên mua cổ phiếu của các công ty được vận hành bởi đội ngũ quản lý trình độ cao. Một số hoạt động thất bại, số khác sẽ gặp phải rắc rối nảy sinh trước khi thành công. Nhà đầu tư nên chắc rằng những rắc rối đó chỉ mang tính tạm thời chứ không phải lâu dài. Nếu chúng làm giảm đáng kể giá cổ phiếu nhưng có thể được giải quyết trong vài tháng, chứ không phải là vài năm, thì nhà đầu tư có thể yên tâm rằng đây chính là thời điểm thích hợp để mua cổ phiếu.

Không phải tất cả các thời điểm mua đều xuất hiện khi doanh nghiệp gặp vấn đề. Trong các ngành như sản xuất hóa phẩm, cần một lượng vốn lớn để có được một đồng đô-la doanh thu thì cơ hội đôi khi xuất hiện theo kiểu khác. Chúng ta có thể nhìn theo quan điểm toán học về những tình huống như sau: giả sử một nhà máy khi xây dựng cần 10 triệu đô-la. Một hoặc hai năm kể từ thời điểm đi vào hoạt động với công suất tối đa, các kỹ sư của công ty sẽ xem xét chi tiết về nhà máy. Họ đề xuất chi thêm 1,5 triệu đô-la. Với 15% vốn đầu tư tăng thêm này, các kỹ sư sẽ trình bày phương án để sản lượng của nhà máy này tăng lên khoảng 40% so với trước.

Một điều dễ thấy là thật tuyệt vời khi nhà máy tạo ra lợi nhuận với 40% sản lượng tăng thêm mà chỉ cần tăng thêm 15% chi phí vốn, không kèm khoản phụ phí nào nữa. Nếu như đề án có quy mô đủ ảnh hưởng đến thu nhập của toàn công ty thì thời điểm tốt để mua cổ phiếu là ngay trước khi có sự cải thiện mức thu nhập và được phản ánh lên giá của cổ phiếu trên thị trường. Vậy điểm chung của những ví dụ này là gì? Đó là những công ty tốt, có mức lợi nhuận đang được cải thiện nhưng chưa tác động làm tăng giá cổ phiếu trên thị trường. Tôi tin rằng bất cứ khi nào

điều này xảy ra thì đó là lúc nên cân nhắc đầu tư. Tuy nhiên, kể cả tình huống này không xảy ra, nhà đầu tư vẫn có thể kiếm tiền trong dài hạn nếu anh ta mua chứng khoán ở những công ty có tiếng. Nhưng anh ta sẽ phải kiên nhẫn hơn bởi để kiếm được tiền sẽ mất thời gian hơn và lợi nhuận từ khoản đầu tư ban đầu sẽ ít hơn.

Phải chăng điều này chỉ ra rằng một người có tiền để đầu tư thì anh ta không cần tính đến xu hướng trong tương lai của chu kỳ kinh doanh, cứ đầu tư 100% số tiền vào lúc mà anh ta tìm được đúng loại cổ phiếu nên mua (đã nêu ở Chương 3) và chọn một điểm mua thích hợp như đã đề cập ở chương này? Suy thoái có thể xảy ra ngay sau khi anh ta thực hiện đầu tư. Trong giai đoạn suy thoái kinh doanh, không có gì là lạ nếu giá cổ phiếu sụt giảm 40-50% so với mức đỉnh điểm, thậm chí cả cổ phiếu đắt giá nhất.

Tôi cho rằng nhà đầu tư có thể tránh được rủi ro này nếu có sẵn lượng lớn cổ phiếu mua trong những thời điểm tốt. Nếu chọn lựa đúng, thì các cổ phiếu mà nhà đầu tư đã mua luôn mang lại một khoản tiền đáng kể và ổn định. Tuy nhiên, lúc này có thể do nhà đầu tư tin rằng cổ phiếu nên được bán ra hoặc vì cần vốn để mua một khoản mới. Trừ khi đó là một trong những năm hiếm hoi, hiện tượng đầu cơ xảy ra liên tục trên thị trường cổ phiếu và có những dấu hiệu biến động kinh tế lớn (như giai đoạn 1928- 1929), còn không, tôi cho rằng nhà đầu tư nên bỏ qua tất cả những dự đoán về xu hướng kinh tế hay thị trường chứng khoán. Thay vào đó, anh ta nên đầu tư ngay khi cơ hội xuất hiện.

Trái với việc dự đoán xu hướng kinh doanh hay hướng đi của thị trường chứng khoán, việc đánh giá công ty mà nhà đầu tư muốn mua cổ phần sẽ có tỷ lệ sai lầm nhỏ hơn rất nhiều. Bởi vậy, nhà đầu tư khởi đầu với hai lợi thế. Anh ta đánh cược vào những điều mà anh ta biết chứ không chỉ dựa vào phỏng đoán. Hơn nữa, bằng nhận định của mình, nhà đầu tư chỉ mua trong trường hợp biết rằng dù là nguyên do gì thì doanh nghiệp cũng sẽ có sức tăng mạnh thu nhập trong tương lai gần hoặc trung hạn. Nếu tình hình tốt, cổ phiếu sẽ tăng hơn mức trung bình do thị trường nhận ra sức tăng thu nhập của công ty. Nếu không may rơi vào thời điểm ngay trước khi thị trường sụp đổ, khoản thu nhập này sẽ tránh cho cổ phiếu của công ty không suy giảm nhiều như các cổ phiếu khác cùng loại.

Tuy nhiên rất nhiều nhà đầu tư không có may mắn sở hữu một loạt các khoản đầu tư tại thời điểm tốt và mua ở mức thấp đáng kể so với mức giá hiện thời như vậy. Cũng có thể đây là lần đầu tiên họ có khoản tiền nhàn rỗi để đầu tư. Hoặc họ có danh mục các trái phiếu hoặc cổ phiếu không có khả năng tăng trưởng và họ mong muốn chuyển sang các cổ phiếu hứa hẹn mang lại khoản lợi nhuận đáng giá trong tương lai. Nếu các nhà đầu tư đó có thêm vốn hay muốn chuyển sang các cổ phiếu tăng giá trong bối cảnh thị trường đã tăng trưởng một thời gian dài, họ có nên

làm ngơ trước mối nguy về sự suy thoái trong kinh doanh? Họ sẽ không hài lòng khi nhận ra là đã đặt tất cả hay hầu hết tài sản đầu tư tại thời điểm gần đỉnh trong giai đoạn tăng giá, ngay trước khi sự sụt giảm mạnh xảy ra.

Chính điều này làm nảy sinh vấn đề. Tuy nhiên, lời giải cho nó không quá khó so với những vấn đề khác liên quan đến thị trường cổ phiếu thì việc giải quyết vấn đề này chỉ đòi hỏi một chút kiên nhẫn. Theo quan điểm của tôi, các nhà đầu tư nhóm này nên bắt đầu mua loại cổ phiếu thường thích hợp chỉ sau khi họ cảm thấy chắc chắn là đã chọn được một hoặc một số cổ phiếu tốt. Mặc dầu vậy, sau khi đã mua cổ phiếu loại này, họ nên tính toán thời gian để tiếp tục mua và có kế hoạch chờ một vài năm trước khi đầu tư nốt phần vốn còn lại của mình. Nếu làm vậy, khi thị trường sụt giảm nghiêm trọng tại bất cứ thời điểm nào trong giai đoạn này họ vẫn có khả năng mua vào để tận dụng thời cơ sụt giảm đó. Nếu không xảy ra sự sụt giảm nào và mua sớm hơn theo đúng hướng, ít nhất họ sẽ có khoản thu nhập ổn định trên số cổ phiếu nắm giữ. Hành động này như là một chiếc đệm để nếu sự sụt giảm nghiêm trọng xuất hiện vào thời điểm xấu nhất – thời điểm ngay sau khi họ đầu tư khoản tiền cuối cùng của mình – thì các khoản thu từ việc mua trước đó sẽ bù đắp phần lớn, nếu không nói là toàn bộ những thiệt hại của lượng cổ phiếu vừa mua. Như vậy sẽ không có thiệt hại đáng kể nào đối với khoản đầu tư ban đầu.

Một lý do quan trọng không kém giải thích tại sao các nhà đầu tư không tạo ra các khoản đầu tư thỏa đáng hoặc có đủ vốn để thay đổi các món hàng nên làm như vậy. Đó là vì các nhà đầu tư hoặc chuyên gia cố vấn của họ đã tích lũy đủ kỹ năng đầu tư hiệu quả nhờ trải nghiệm thực tế trước khi sử dụng toàn bộ số tiền đầu tư. Trong trường hợp chưa đạt thành tích, thì ít nhất tất cả tài sản sẽ không được chuyển đổi trước khi nhà đầu tư nhận được tín hiệu cảnh báo để xem xét lại trình độ đầu tư của mình hoặc trao quyền quyết định những vấn đề đó cho người khác.

Tất cả các nhà đầu tư chứng khoán nên ghi nhớ một nguyên tắc cơ bản, nếu không những mối lo lắng và bận tâm của giới tài chính về nguy cơ suy thoái trong chu kỳ kinh doanh sẽ cản trở các quyết định đầu tư đúng đắn. Nguyên tắc đó là: giữa thế kỷ XX này, giai đoạn hiện hành của chu kỳ kinh doanh chỉ là một trong năm nguồn lực chi phối. Tất cả các nguồn lực này có thể ảnh hưởng rất lớn tới giá cổ phiếu bằng cách tác động tới tâm lý của số đông hay trực tiếp vận hành nền kinh tế.

Bốn nguồn lực còn lại là xu hướng lãi suất, quan điểm tổng quát của chính phủ về đầu tư và doanh nghiệp tư nhân, xu hướng dài hạn của việc gia tăng lạm phát, và nguồn lực gây ảnh hưởng lớn nhất là những phát minh và công nghệ mới tác động trực tiếp đến các ngành. Các nguồn lực này hiếm khi tác động cùng một lúc khiến giá cổ phiếu đi cùng một hướng. Và xét trong dài hạn, không tác nhân nào quan trọng hơn so với những cái còn lại. Do tính phức tạp và

đa dạng của chúng nên hướng đi an toàn nhất lại chính là hướng đi thoạt nhìn thấy nhiều rủi ro nhất. Đó là đầu tư vào công ty được đảm bảo bởi những điều mà bạn biết, không nao núng bởi nỗi sợ hãi hay hy vọng dựa trên những phỏng đoán, kết luận hay ước đoán.

6. Thời điểm bán ra

Có nhiều lý do chính đáng giải thích tại sao nhà đầu tư quyết định bán cổ phiếu. Có thể anh ta muốn mua một ngôi nhà hay hỗ trợ tài chính cho công việc kinh doanh của con cái anh ta. Bất cứ lý do nào tương tự cũng có thể giải thích việc bán cổ phiếu là hợp lý dựa trên quan điểm về một cuộc sống hạnh phúc. Tuy nhiên, những động cơ bán kể trên mang tính cá nhân hơn là lợi ích tài chính. Bởi thế, chúng nằm ngoài phạm vi quyển sách này. Những nhận xét trong cuốn sách này đều chỉ ra mục tiêu đạt được lợi ích lớn nhất có thể từ số đô-la tiền đầu tư ban đầu – động cơ duy nhất khi bán cổ phiếu.

Tôi cho là chỉ có ba lý do dẫn đến việc bán bất cứ cổ phiếu nào mà nhà đầu tư đã chọn dựa trên những nguyên tắc mà tôi đề cập. Lý do đầu tiên mọi người đều biết rõ. Đó là khi nhà đầu tư mắc sai lầm trong lần mua đầu tiên và rõ ràng là tình trạng thực tế của công ty đó ngày càng chênh lệch và không thuận lợi như lúc ban đầu. Cách giải quyết đúng đắn nhất trong trường hợp này là tự điều chỉnh cảm xúc của bản thân. Ở mức độ nào đó, nó phụ thuộc vào khả năng nhà đầu tư thành thật với chính mình. Hai trong số các yếu tố cần thiết để đầu tư cổ phiếu thường là lợi nhuận cao kết hợp với trình độ kỹ năng, kiến thức và óc phán đoán khéo léo mới có thể hoàn thành tốt việc xử lý khoản lợi nhuận trên. Bởi quá trình đạt được các khoản lợi nhuận này hầu hết rất phức tạp nên việc mua chắc chắn sẽ mắc phải một vài sai sót. May mắn thay, lợi nhuận trong dài hạn từ những cổ phiếu thường tốt có thể cao hơn khoản lỗ từ những sai lầm đó, đặc biệt khi chúng ta kịp thời phát hiện chúng. Khi xảy ra, thiệt hại sẽ nhỏ hơn nhiều so với thiệt hại của các cổ phiếu được mua sai mà trong một giai đoạn dài không hề phát hiện ra. Điều quan trọng hơn đó là khoản vốn bị thắt chặt trong những tình huống không mong đợi sẽ được giải phóng để đầu tư vào những thứ khác mà nếu được lựa chọn phù hợp, sẽ mang lại khoản lợi nhuận bền vững.

Tuy nhiên, một nhân tố không kém phần phức tạp khiến việc giải quyết những sai lầm trong đầu tư khó khăn hơn là "cái tôi" trong mỗi chúng ta. Không ai trong chúng ta muốn thừa nhận mình đã mắc sai lầm. Nếu chúng ta mắc lỗi trong mua cổ phiếu nhưng vẫn có thể bán chúng và thu một khoản chênh lệch nhỏ thì sẽ không bị ám ảnh bởi cảm giác mình vừa làm một việc ngu ngốc. Trái lại, nếu chúng ta bán và bị lỗ một chút, chúng ta sẽ cảm thấy bế tắc trong tình huống này. Phản ứng này hoàn toàn bình thường và hợp lẽ tự nhiên, nhưng có thể là một nhân tố nguy hiểm dẫn ta đi sai hướng trong toàn bộ quá trình đầu tư. Nhà đầu tư giữ một cổ phiếu không hề mong đợi và chờ đến khi chúng có thể hoàn vốn, nhưng cuối cùng lại càng mất nhiều tiền hơn. Những khoản lỗ thực tế sẽ lớn hơn nhiều khi cộng thêm cả phần lợi nhuận mà đáng ra anh ta

được hưởng nếu dùng khoản tiền đó đầu tư vào những nơi khác sinh lợi hơn và sai lầm được phát hiện ngay.

Hơn thế nữa, việc không chịu chấp nhận thua lỗ, dù nhỏ, cũng là phi logic. Nếu mục tiêu chính của việc đầu tư vào cổ phiếu là thu về một khoản trị giá hàng trăm phần trăm sau một vài năm thì sự khác nhau giữa 20% lỗ hay 5% lợi nhuận không phải là một vấn đề quan trọng. Vấn đề không phải là bị lỗ hay không mà là liệu những khoản lợi nhuận đáng giá có được hiện thực hóa không.

Nhà đầu tư không nên hoảng hốt hay đau buồn, song họ cũng không nên xem nhẹ các khoản lỗ hãy xem xét cẩn trọng để rút ra bài học kinh nghiệm. Nếu hiểu được nhân tố chính gây ra phán đoán sai lầm khi mua cổ phiếu thường, nhà đầu tư sẽ không mắc lại những sai lầm đó trong lần đầu tư tiếp theo.

Hãy xét đến lý do thứ hai: tại sao nên bán các cổ phiếu thường đã mua dựa trên các nguyên tắc đầu tư đã nêu ở Chương hai và Chương ba. Nên bán cổ phiếu của những công ty mà theo thời gian không còn đạt đủ tiêu chuẩn của 15 tiêu chí đã đề cập ở Chương 3 (mức độ mà nó đạt được vào thời điểm mua). Bởi vậy, nhà đầu tư luôn phải tỉnh táo. Điều này giải thích tầm quan trọng của việc theo sát những sự việc diễn ra ở công ty mà nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phần.

Có một hoặc hai nguyên nhân làm cho tình hình của các công ty trở nên tồi tệ. Hoặc đội ngũ quản lý kém hoặc công ty không còn có khả năng tăng thị phần cho sản phẩm theo cách mà trước đây nó đã thành công. Đôi khi hệ thống quản lý xuống cấp do các nhân sự điều hành chủ chốt quá tự mãn về thành công đã đạt được. Thay thế sự lanh lợi và nhiệt tình trước đây là sự tự cao, tự mãn, tính ì. Đội ngũ điều hành mới không đáp ứng tiêu chuẩn như những người tiền nhiệm. Cũng có thể họ không còn tuân theo những chính sách đã khiến công ty thành công hoặc không có khả năng điều hành và tiếp tục thực thi những chính sách đó. Khi một trong những trường hợp này xảy ra, nên bán ngay chứng khoán đó bất kể thị trường nói chung đang tiến triển tốt hay thuế đánh vào lợi nhuận thu được từ việc bán các khoản đầu tư lớn đến đâu đi chăng nữa.

Tương tự như vậy, đôi khi sau một thời gian tăng trưởng vượt bậc, công ty chuyển sang giai đoạn bão hòa. Công ty chỉ phát triển ở tỷ lệ bằng với tỷ lệ tăng trưởng của nền kinh tế. Nguyên do của sự thay đổi này có thể không nằm ở bộ máy quản lý xuống cấp. Nhiều đội ngũ quản lý chứng tỏ kỹ năng chuyên nghiệp trong việc phát triển những sản phẩm liên quan để tận dụng lợi thế tăng trưởng trong lĩnh vực đó. Tuy nhiên, họ cũng nhận thấy sẽ không có lợi thế nếu đi vào lĩnh vực không liên quan. Bởi vậy, sau nhiều năm đứng đầu trong một ngành mới và đang

tăng trưởng, thị trường của công ty dần bão hòa và cổ phiếu cũng giảm sút đáng kể so với 15 tiêu chí mà chúng ta đã bàn đến. Nhà đầu tư nên bán đi các cổ phiếu như vậy.

Trong ví dụ trên, quá trình bán sẽ xảy ra trong thời gian dài hơn trường hợp bộ máy quản lý xuống cấp. Có lẽ nhà đầu tư vẫn nắm giữ cổ phiếu của công ty cho đến khi tìm ra mối làm ăn khác sinh lợi hơn. Tuy nhiên, trong bất cứ trường hợp nào, nhà đầu tư cũng nên hiểu rằng công ty đó không còn hợp với các khoản đầu tư giá trị lớn. Dù thuế đánh vào những khoản lợi nhuận khi bán các khoản đầu tư lớn đến đâu, cũng khó có thể ngăn cản các nhà đầu tư chuyển chúng sang nơi sẽ phát triển với tốc độ như công ty cũ từng đạt được trước đây.

Có một bài thử nghiệm rất hữu hiệu để xem liệu công ty có còn phù hợp với những tiêu chuẩn tăng trưởng hay không. Bài thử nghiệm này yêu cầu nhà đầu tư tự hỏi bản thân liệu ở đỉnh mới của vòng đời kinh doanh không tính đến những gì đang xảy ra trong thời gian đó, thu nhập trên mỗi cổ phần (sau khi đã tính đến lãi cổ phiếu và chia tách cổ phiếu nhưng không áp dụng đối với những cổ phần mới cho phần vốn huy động thêm) có thể tăng nhiều so với hiện tại, thời điểm đang được coi là đỉnh của quá trình kinh doanh hay không. Nếu câu trả lời là có thì bạn nên giữ cổ phiếu lại, còn ngược lại thì nên bán đi.

Đối với những ai tuân theo các nguyên tắc khi tiến hành lần mua ban đầu, lý do thứ ba khiến họ bán có rất ít khả năng xảy ra và chỉ khi các nhà đầu tư chắc chắn về lập trường của mình. Sự thật là rất hiếm cơ hội để có những khoản đầu tư hấp dẫn. Xét trên quan điểm lựa chọn thời điểm, khó tìm thấy cơ hội vào lúc có sẵn tiền đầu tư. Nếu nhà đầu tư đã có các khoản đầu tư trong một thời gian dài nhưng tìm thấy một số khoản hấp dẫn hơn mà anh ta muốn đổ vốn vào, nhà đầu tư sẽ ký gửi một phần hoặc toàn bộ vào một công ty hoạt động tốt và anh ta tin là có triển vọng phát triển rõ rệt. Tuy nhiên, những triển vọng phát triển này có tỷ lệ tăng trung bình thường niên chậm hơn so với các khoản đầu tư thu hút hơn mà anh ta tìm thấy sau này. Và do đó, công ty anh ta vừa nắm giữ cổ phần xét theo khía cạnh nào đó lại trở nên kém hấp dẫn hơn.

Nếu bằng chứng đã rõ ràng và nhà đầu tư hoàn toàn chắc chắn về lập trường của mình, anh ta sẽ nhận được phần thưởng xứng đáng, thậm chí ngay sau khi phải trả một khoản thuế đánh vào lợi nhuận khi bán các khoản đầu tư cũ để chuyển sang khu vực đầu tư khác hứa hẹn hơn trong tương lai. Nếu công ty có thể đạt mức tăng trung bình hàng năm 12% trong nhiều năm, nó sẽ mang lại sự thỏa mãn lớn về mặt tài chính cho người nắm giữ. Tuy nhiên, sự chênh lệch giữa những kết quả này với kết quả của một công ty khác có 20% tỷ lệ sẽ làm nảy sinh vấn đề mới cần quan tâm và khoản thuế đánh vào lợi nhuận do bán các khoản đầu tư.

Tuy nhiên, một chút cảnh giác cũng không phải là thừa đối với các nhà đầu tư muốn bán cổ phiếu với hy vọng chuyển vốn sang khu vực khác sinh lợi hơn. Luôn tồn tại rủi ro khi đánh giá sai lầm về một nhân tố lớn nào đó trong bối cảnh này. Nếu điều đó xảy ra, nguồn vốn đầu tư có thể sẽ không quay trở về nguyên vẹn. Trái lại, một nhà đầu tư cẩn trọng đã từng nắm giữ một cổ phiếu có giá trị sẽ biết được mặt tốt cũng như mặt hạn chế của nó. Vì thế, trước khi bán đi để nhận về một cổ phiếu tốt hơn, cần phải cẩn trọng ở mức tối đa trong việc đánh giá chính xác những yếu tố nảy sinh và tồn tại trong trường hợp này.

Về điểm này, độc giả có óc phán đoán có thể sẽ nhận ra một nguyên tắc cơ bản trong đầu tư mà có vẻ chỉ một số ít những nhà đầu tư thành công mới hiểu được. Đó là một khi đã lựa chọn đúng một cổ phiếu và xem xét kỹ trong một thời gian, thì chỉ thỉnh thoảng mới xuất hiện lý do nào đó để bán chúng. Tuy nhiên, giới tài chính lại đưa ra hàng loạt những lời nhận xét và lý do khác nhau để bán các cổ phiếu đang nắm giữ. Những lý do này có giá trị gì không?

Khi đưa ra những lý do như vậy, chủ yếu là bởi họ tin rằng thị trường chứng khoán nói chung sắp đi xuống. Trong các chương trước, tôi đã cố gắng chỉ ra rằng việc trì hoãn khi mua một cổ phiếu hấp dẫn do lo sợ về hướng đi của thị trường sau nhiều năm sẽ gây ra một khoản thiệt hại lớn. Nếu như cách lý giải rằng việc mua các cổ phiếu hấp dẫn không nên chịu tác động bởi nỗi lo về thị trường giá xuống thì những lý lẽ chống lại việc bán chúng chỉ vì mối lo còn có sức thuyết phục hơn. Tất cả những lý lẽ đề cập ở chương trước đều có giá trị khi áp dụng ở chương này. Bên cạnh đó, cơ hội đúng của nhà đầu tư khi bán những khoản như vậy càng bị thu hẹp do tính thêm thuế đánh vào thu nhập từ các khoản đầu tư. Do đó, nếu họ nắm giữ các cổ phiếu nổi bật khoảng vài năm thì chúng sẽ mang lại những khoản lợi nhuận rất lớn, tỷ lệ thuế đánh vào khoản thu từ việc bán các khoản đầu tư sẽ càng tăng thêm chi phí khi bán ra.

Còn có một lý do khác, tốn kém hơn giải thích tại sao một nhà đầu tư không bao giờ nên bán cổ phiếu để rút ra khỏi một khu vực hấp dẫn do lo sợ khả năng thị trường giá xuống có thể xảy ra. Nếu như công ty hoạt động tốt và là một sự lựa chọn đúng đắn của nhà đầu tư, thị trường giá lên sắp tới sẽ chứng kiến cổ phiếu tăng lên một đỉnh mới cao hơn nhiều so với trước. Làm thế nào để nhà đầu tư biết khi nào nên mua lại? Về lý thuyết, đó là sau một đợt sụt giảm sắp tới với điều kiện là họ biết thời điểm nào nó kết thúc. Tôi đã chứng kiến rất nhiều nhà đầu tư bán đi các cổ phần mà nhiều năm sau chúng lại mang đến những khoản thu khổng lồ chỉ bởi vì họ lo sợ khả năng thị trường giá xuống sẽ xảy ra. Thông thường, thị trường giá xuống không bao giờ xảy ra và cổ phiếu cứ tăng lên liên tục. Khi thị trường giá xuống xuất hiện, tôi không hề thấy nhà đầu tư mua lại các cổ phần đó trước khi chúng tăng lên mức cao hơn giá bán của anh ta. Nhà đầu tư luôn chờ cho chúng sụt xuống thấp hơn mức sụt giảm thực tế hoặc chúng đang trên đà giảm xuống, và nỗi lo sợ về điều gì khác xảy ra đã khiến họ chưa muốn lấy lại các cổ phần đó.

Điều này lại dẫn chúng ta đến một nguyên nhân khác khiến những nhà đầu tư có thiện chí nhưng không có sự suy xét về chiều sâu bỏ lỡ khoản lợi nhuận khổng lồ trong tương lai. Họ cho rằng một cổ phiếu có giá trị đang bị định giá quá cao và do đó nên bán nó đi. Còn điều gì logic hơn? Nếu một cổ phiếu đang định giá cao, tại sao chúng ta lại không bán chúng đi thay vì giữ chúng?

Khoan kết luận vội vàng, hãy xem xét bản chất của vấn đề. Cái gì đang bị định giá cao? Chúng ta đang muốn thực hiện điều gì? Bất cứ một cổ phiếu tốt nào cũng sẽ được bán và nên bán ở mức tỷ lệ cao hơn thu nhập hiện thời, chứ không phải là cổ phiếu có tỷ lệ ổn định trong khi mức thu nhập tăng lên. Khi chúng ta nói rằng cổ phiếu đang được định giá cao, chúng ta muốn ngụ ý rằng nó đang được bán ở tỷ lệ với mức thu nhập cao hơn so với dự tính. Có thể chúng ta muốn ngụ ý rằng nó đang được bán ở tỷ lệ cao hơn so với các cổ phiếu khác với triển vọng tăng thu nhập trong tương lai giống nhau.

Tất cả những điều này là nhằm cố gắng đánh giá chính xác một điều gì đó hơn mức có thể. Nhà đầu tư không thể chắc chắn một công ty cụ thể sẽ thu được bao nhiêu lợi ích trên mỗi cổ phần trong vòng hai năm nữa. Anh ta chỉ có thể đánh giá bằng những giới hạn chung chung và không lượng hóa được như “khoảng cùng mức”, “tăng lên khá nhiều”, “tăng lên rất nhiều”, hoặc “tăng lên một mức khổng lồ”. Sự thật là bộ máy quản lý cấp cao của công ty không thể tiếp cận một mức nào gần hơn nữa. Họ hoặc nhà đầu tư nên đánh giá mức tăng trong thu nhập trung bình có khả năng xảy ra trong một vài năm tới hay không ở một góc độ gần hơn. Nhưng tăng ở mức bao nhiêu, chính xác là vào năm nào, thường liên quan tới việc phỏng đoán các biến số, do đó không thể đưa ra những dự đoán chính xác. Trong những trường hợp đó, ai có thể phát biểu tương đối chính xác rằng cái gì đang bị định giá cao trong một công ty nổi tiếng nhờ tỷ lệ tăng trưởng bất thường? Giả sử thay vì được bán ở mức gấp 25 lần thu nhập như bình thường, cổ phiếu giờ đây được bán ở mức gấp 30 lần thu nhập. Có lẽ giới đầu tư vẫn chưa nắm bắt được tầm quan trọng thật sự về kinh tế của những sản phẩm mới trong tương lai gần. Cũng có thể không hề có những sản phẩm đó. Nếu tỷ lệ tăng trưởng cực kỳ tốt và trong mười năm nữa công ty sẽ tăng lên gấp bốn lần, liệu cần quan tâm nhiều tới việc cổ phiếu hiện tại có khả năng bị định giá tăng hơn 35% so với giá trị thực không? Vấn đề cốt lõi ở đây là không được làm gián đoạn một cơ hội mà sau này sẽ mang lại một khoản rất lớn.

Thêm một điểm cần lưu ý, thuế đánh vào khoản thu từ việc bán các khoản đầu tư là một điểm cần phải tính đến trước khi đưa ra kết luận. Các cổ phiếu tăng trưởng được đề xuất bán vì giả định chúng đang bị định giá cao gần như luôn khiến những người nắm giữ phải trả một khoản thuế khổng lồ nếu họ bán chúng. Bởi vậy, bên cạnh rủi ro mất đi một vị thế lâu dài trong một công ty qua nhiều năm luôn có những dấu hiệu tăng đột biến, chúng ta sẽ còn phải gánh chịu

nghĩa vụ về thuế. Có an toàn hơn và rẻ hơn không khi chỉ đơn giản quyết định rằng tạm thời cổ phiếu có thể cao hơn giá trị thật sự của chúng? Và chúng ta thu được một khoản lợi nhuận đáng kể từ cổ phiếu đó. Nếu như chỉ trong thời gian ngắn cổ phiếu thiệt hại, giả sử 35% mức báo giá hiện thời của nó trên thị trường, liệu đây có thật sự là vấn đề quan trọng không? Phải chăng thay vì duy trì vị trí của chúng ta, khả năng tạm thời mất một phần nhỏ khoản thu từ vốn đầu tư là một vấn đề thật sự quan trọng?

Còn có một cách lý giải khác mà nhà đầu tư đôi khi cũng sử dụng để tách mình ra khỏi những khoản lợi nhuận có thể đã kiếm được. Đây có vẻ là một cách lý giải lố bịch nhất. Đó là cổ phiếu mà họ nắm giữ đã tăng lên một mức rất lớn, nó có thể đã đạt hết mức tiềm năng tăng trưởng. Bởi vậy, họ sẽ bán nó và mua một loại khác vẫn chưa tăng lên. Những công ty có tiếng, loại hình duy nhất mà tôi tin các nhà đầu tư nên mua, không hoạt động theo cách này. Chúng hoạt động theo cách nào? Có lẽ tốt nhất chúng ta nên xem xét một so sánh khá thú vị như sau:

Giả sử đây là ngày bạn tốt nghiệp đại học. Nếu bạn không học đại học, giả sử đây là ngày bạn tốt nghiệp trường trung học; xét theo ví dụ của chúng ta cũng chẳng có gì khác biệt giữa hai trường hợp đó. Bây giờ giả sử vào ngày này các bạn nam trong lớp có nhu cầu bức thiết về tiền mặt. Mọi người thương lượng với nhau. Nếu bạn đưa cho họ một số tiền tương đương với 10 lần khoản tiền họ có thể nhận được trong mười hai tháng sau khi họ đi làm, người bạn đó sẽ trả lại 1/4 thu nhập hàng năm của anh ta trong suốt cả quãng đời còn lại! Cuối cùng, giả sử mặc dù bạn nghĩ rằng đây là một đề nghị tuyệt vời, nhưng bạn chỉ có đủ số tiền rảnh rỗi để cho ba người bạn của bạn vay.

Về điểm này, cách lý giải của bạn cũng gần giống với cách một nhà đầu tư sử dụng các nguyên tắc đầu tư chắc chắn để lựa chọn cổ phiếu thường. Ngay lập tức bạn sẽ bắt đầu đánh giá những người bạn cùng lớp của mình, không phải xét xem họ có thoải mái hay thông minh không, mà chỉ để xem họ sẽ kiếm được bao nhiêu tiền. Nếu lớp có đông thành viên, bạn có thể loại bỏ phần lớn bởi bạn không hiểu họ đủ để đưa ra những đánh giá quan trọng về tư duy tài chính của họ. Trường hợp này cũng giống như mua các cổ phiếu thường một cách khôn ngoan.

Cuối cùng, bạn chọn ra ba người mà mình cảm thấy sẽ có thu nhập lớn nhất trong tương lai và tiến hành thương lượng với họ. Một trong ba người đó sẽ thành công đáng kinh ngạc. Anh ta đi làm cho một công ty lớn và thăng tiến liên tục. Vừa rồi những người trong công ty nói rằng vị chủ tịch đang chú ý đến anh ta và trong mười năm nữa anh ta có thể sẽ đạt được công việc tốt nhất. Anh ta sẽ được thưởng những khoản lớn, quyền mua cổ phiếu và lợi ích hưu trí đi cùng với công việc đó.

Trong những trường hợp này, thậm chí đến cả các tác giả của báo cáo thị trường chứng khoán chuyên thúc giục bạn thu lợi nhuận từ những cổ phiếu giá trị nhất "đang đi trước thị trường" sẽ nghĩ gì nếu bạn bán các hợp đồng với những người bạn cũ này, chỉ bởi vì một ai đó đưa cho bạn mức giá 600% so với khoản đầu tư ban đầu? Bạn sẽ nghĩ rằng ai đó cần phải kiểm tra lại cái đầu của mình nếu anh ta khuyên bạn nên bán hợp đồng này đi và ký một hợp đồng với một người bạn cũ khác mà thu nhập hàng năm của anh ta chỉ bằng mức khi anh ta ra trường cách đó mười năm. Cách lý giải rằng người bạn thành công đã đi trước trong khi những tiến triển của người bạn chưa thành công vẫn đang còn nằm ở phía trước (xét về mặt tài chính) nghe thật ngớ ngẩn. Nếu bạn biết rõ về các cổ phiếu thường của bạn tốt như vậy, rất nhiều cách lý giải thường thấy về việc bán cổ phiếu tốt cũng không kém phần ngớ ngẩn.

Bạn có thể nghĩ rằng tất cả những điều trên nghe có vẻ hợp lý, nhưng trên thực tế những người bạn của bạn không phải là cổ phiếu thường. Chắc chắn có một sự khác biệt về cơ bản. Sự khác biệt đó càng góp phần làm tăng, thay vì giảm, lý do để bạn không bao giờ bán các cổ phiếu thường có giá trị chỉ bởi vì nó đã có mức tăng rất lớn và tạm thời bị định giá cao. Sự khác biệt này nằm ở chỗ bạn của bạn là một con người hữu hạn, và sớm hay muộn gì cũng trở về cõi âm. Chu kỳ sống của cổ phiếu thường lại khác. Công ty của các cổ phiếu thường này có thể tiến hành lựa chọn bộ máy quản lý có trình độ về chiều sâu và đào tạo những tài năng đó, cùng với chính sách, phương thức và kỹ năng theo hướng gìn giữ và truyền lại sức mạnh lẫn tinh thần của doanh nghiệp qua nhiều thế hệ. Hãy xem Du Pont tồn tại trong thế kỷ thứ hai của nó và những năm sau khi nhà sáng lập qua đời. Trong kỷ nguyên với nhu cầu vô hạn của con người và các thị trường nằm ngoài sức tưởng tượng, không hề có giới hạn nào cho sự phát triển của doanh nghiệp.

Có lẽ những suy nghĩ về chương này có thể tóm gọn lại ở một câu: Nếu quá trình mua cổ phiếu được tiến hành một cách đúng đắn, thời điểm để bán nó là hầu như không bao giờ cả.

7. Những nhầm lẫn về cổ tức

Có khá nhiều suy nghĩ sai lệch và sự thật nửa vời về các khía cạnh trong khoản đầu tư cổ phiếu thường. Tuy nhiên, khi đề cập tới tầm quan trọng của cổ tức, thì nhà đầu tư điển hình thường xuyên nhầm lẫn.

Việc nhầm lẫn và chấp nhận sự thật nửa vời đã trở nên phổ biến, thậm chí ảnh hưởng tới cách lựa chọn từ ngữ thường được sử dụng để mô tả các hoạt động khác nhau liên quan tới cổ tức. Một công ty đã lâu không hề trả cổ tức hoặc trả rất ít. Chủ tịch công ty bắt đầu yêu cầu ban giám đốc trả cổ tức ổn định. Khi đề cập tới hành động này, ông ta hoặc ban giám đốc thường nói rằng đã đến lúc chúng ta cần phải "làm một cái gì đó" cho các cổ đông. Song trên thực tế, việc tăng cổ tức hoặc không trả cổ tức của công ty trên đều không đem lại lợi ích gì cho các cổ đông. Thay vì trả cổ tức, bộ máy quản lý nên tái đầu tư lợi nhuận để xây dựng nhà máy mới, vận hành dây chuyền sản phẩm mới, hoặc lắp đặt một số trang thiết bị tiêu tốn nhiều chi phí tại nhà máy cũ, vì việc này đem lại nhiều lợi ích hơn cho cổ đông. Cho dù sử dụng lợi nhuận làm bất cứ điều gì, thì việc tăng tỷ lệ cổ tức luôn được xem là tín hiệu "đáng mong đợi". Có thể vì một lý do chính đáng hơn, việc cắt giảm hay không trả cổ tức đều bị coi là tín hiệu "không tốt".

Một trong những lý do chính làm cho công chúng nhầm lẫn về vấn đề cổ tức là sự biến đổi lớn về lợi ích hàng năm – thu nhập dành cho cổ đông, nếu có, thường không được chia mà bị giữ lại trong doanh nghiệp. Đôi khi, nhà đầu tư không thu được lợi gì từ khoản thu nhập giữ lại. Trong trường hợp khác, anh ta chỉ thu được một khoản âm. Như vậy, nếu công ty không giữ lại thu nhập, giá trị cổ phiếu mà anh ta nắm giữ sẽ bị suy giảm. Tuy nhiên, khoản lợi nhuận được giữ lại chưa chắc đã làm tăng giá trị cổ phiếu, bởi vậy, chúng dường như chẳng mang lại lợi lộc gì cho anh ta cả. Trong nhiều trường hợp, cổ đông thu được những khoản lợi lớn từ thu nhập giữ lại, đối với các cổ đông khác nhau sẽ có tỷ lệ lợi ích khác nhau, do đó càng làm cho cách suy nghĩ của nhà đầu tư bị nhầm lẫn. Nói cách khác, mỗi lần thu nhập bị giữ lại cần phải kiểm tra xem điều gì thật sự đang diễn ra. Sẽ rất có ích khi xem xét kỹ vấn đề này và thảo luận chi tiết.

Khi nào cổ đông không hề có lợi gì từ thu nhập giữ lại? Trường hợp này xảy ra khi bộ máy quản lý dự trữ tiền mặt và số tài sản có khả năng thanh toán lớn hơn so với nhu cầu kinh doanh hiện tại và tương lai. Có thể họ không có ý đồ gì bất chính khi làm như vậy. Một số nhà quản lý cảm thấy tự tin và an toàn hơn khi tích trữ tiền mặt, mặc dù không thật sự cần thiết. Dường như họ không nhận ra mình đang chống chọi với cảm giác an toàn của chính bản thân bằng cách không trả cho cổ đông những khoản mà anh ta đáng được hưởng để sử dụng vào mục đích riêng phù

hợp. Ngày nay, luật thuế có xu hướng ngăn chặn hành vi này để nếu xảy ra, nó sẽ không còn là nhân tố gây ảnh hưởng như trước.

Còn một trường hợp khác nghiêm trọng hơn, đó là lợi nhuận thường được giữ lại trong công ty nhưng không mang lại lợi ích đáng kể nào cho cổ đông. Điều này xảy ra ở những doanh nghiệp có bộ máy quản lý không đủ trình độ, chỉ có thể thu được một khoản dưới mức trung bình trên tổng vốn đầu tư vào công ty. Họ sử dụng khoản lợi nhuận giữ lại để mở rộng các dây chuyền đang vận hành không hiệu quả thay vì cải thiện nó. Một điều phổ biến là bộ máy quản lý thiếu hiệu quả này lại thành công trong việc nâng lương của bản thân với lập luận rằng họ đang phải đảm nhận một công việc lớn lao và vất vả hơn. Kết cục là cổ đông thu được rất ít lợi ích hoặc hầu như không.

Những tình huống trên không hề ảnh hưởng đến nhà đầu tư nếu anh ta tuân thủ theo đúng các nguyên tắc trong cuốn sách này. Anh ta mua cổ phiếu vì chúng có giá trị chứ không chỉ vì giá rẻ. Nếu bộ máy quản lý hoạt động kém hiệu quả và không đạt tiêu chuẩn thì doanh nghiệp sẽ không thể thỏa mãn 15 tiêu chí trên. Ngược lại, nếu thỏa mãn thì chắn chắn đa phần họ sẽ tìm ra những cách sử dụng hiệu quả khoản lợi nhuận thặng dư thay vì chỉ dự trữ!

Tại sao các khoản lợi nhuận rất cần thiết được giữ lại trong công ty nhưng không có khả năng tăng giá trị cổ phần nắm giữ của các cổ đông? Có hai khả năng. Một là khi nhu cầu của khách hàng thay đổi buộc các công ty cạnh tranh phải chi trả những khoản “tài sản” không hề làm tăng doanh thu, mà nếu công ty nào không chi thì sẽ bị lỗ. Một cửa hàng bán lẻ lắp đặt một hệ thống điều hòa nhiệt độ đắt tiền là ví dụ điển hình. Sau khi mỗi cửa hàng cạnh tranh đã lắp đặt hệ thống đó, không hề có một khoản gia tăng nào trong doanh thu xảy ra, tuy nhiên nếu cửa hàng nào không có những động thái cạnh tranh đó có thể sẽ gặp phải tình trạng hầu như chẳng có khách hàng nào ghé thăm vào những ngày hè nóng nực. Vì một lý do rất lạ lùng, hệ thống kế toán và các luật thuế không hề phân biệt giữa tài sản không sinh lợi và tài sản thật sự làm tăng giá trị kinh doanh, do đó, cổ đông thường nghĩ rằng họ đã bị đối xử tệ bạc khi không có thêm thu nhập mặc dù phải chi thêm. Đồng thời, họ cũng chẳng thấy nhận được giá trị gia tăng nào từ khoản thu nhập giữ lại trong công ty.

Khả năng thứ hai còn quan trọng hơn, đó là khoản thu nhập giữ lại không làm tăng thêm lợi nhuận do những sai lầm nghiêm trọng trong hệ thống kế toán. Trong một thế giới mà sức mua đồng tiền biến động nhanh chóng, hệ thống kế toán chuẩn lại mặc nhiên coi tiền mặt có giá trị cố định. Các nhân viên kế toán cho rằng đó là tất cả những gì mà kế toán phải làm. Điều này có thể đúng; nhưng nếu bảng cân đối kế toán không có mối liên quan nào tới giá trị thực của

những tài sản được liệt kê liệt kê trong đó thì sẽ gây ra nhầm lẫn giống như khi các kỹ sư và nhà khoa học tính toán trong không gian ba chiều nhưng lại sử dụng hình học không gian hai chiều.

Mức khấu hao cho phép về lý thuyết phải đủ để thay thế tài sản hiện thời khi tài sản đó không còn giá trị sử dụng kinh tế nữa. Điều này có thể xảy ra nếu tính toán đúng tỷ lệ khấu hao và chi phí thay thế tài sản hiện đang sử dụng vẫn giữ nguyên. Nhưng chi phí cứ tăng dần lên, tổng chi phí khấu hao hiếm khi có thể đủ để thay thế tài sản đã lỗi thời. Bởi vậy, những khoản tiền tăng thêm từ thu nhập giữ lại chỉ đủ để bù cho khoản chênh lệch này nếu doanh nghiệp muốn tiếp tục những hoạt động trước đây của nó.

Việc sử dụng khoản thu nhập giữ lại theo kiểu này ảnh hưởng đến tất cả các nhà đầu tư, nhưng thường ít ảnh hưởng đến cổ đông của những công ty có khả năng tăng trưởng. Đó là do tốc độ mua tài sản mới (chỉ để thay thế những tài sản hiện có và sắp hết giá trị sử dụng) quá nhanh đến nỗi mà ngày càng nhiều tài sản vừa được mua và lắp đặt bị khấu hao gần với giá hiện thời. Những tài sản được lắp đặt từ nhiều năm trước có mức khấu hao thấp hơn và chỉ chiếm một phần nhỏ so với chi phí hiện tại.

Có lẽ một lần nữa chúng ta phải đi sâu phân tích chi tiết những trường hợp mà lợi nhuận được giữ lại để xây dựng nhà máy mới và tung ra những sản phẩm mới đem lại lợi thế rất lớn cho nhà đầu tư. Cần xem xét mức lợi ích mà nhà đầu tư kiểu này thu được so với nhà đầu tư kiểu khác bởi hai lý do. Một là, vấn đề này luôn gây ra nhiều hiểu lầm trong giới tài chính. Thứ hai, việc hiểu rõ vấn đề sẽ giúp bạn dễ dàng hơn khi đánh giá chính xác tầm quan trọng thật sự của cổ tức.

Hãy xem xét một cách hiểu sai về những nhà đầu tư thu lợi nhiều nhất từ cổ tức trong ví dụ giả tưởng sau. Công ty XYZ có bộ máy quản lý rất tốt và lợi nhuận tăng trưởng ổn định trong nhiều năm, tuy nhiên, tỷ lệ cổ tức vẫn không thay đổi. Bốn năm trước, công ty chia cho cổ đông 50% cổ tức, trong khoảng thời gian đó lợi nhuận công ty đã tăng lên đến mức mà giá trị cổ tức cũ chỉ chiếm 25% thu nhập của năm hiện tại. Một số nhà quản lý muốn tăng tỷ lệ cổ tức lên. Những người khác lại cho rằng chưa bao giờ công ty có nhiều lĩnh vực hấp dẫn mới để đầu tư khoản thu nhập giữ lại như hiện nay. Và chỉ bằng cách duy trì, thay vì tăng tỷ lệ cổ tức, công ty mới có thể đón nhận tất cả những cơ hội có sẵn này. Và chỉ bằng cách này công ty mới đạt được mức tăng trưởng tối đa. Lúc này, một cuộc tranh luận sôi nổi diễn ra để quyết định nên tiến hành cách nào.

Một số thành viên trong ban quản lý giả tưởng này chắc chắn sau đó sẽ đưa ra những sự thật nửa vời phổ biến nhất trong giới tài chính về cổ tức. Đó là nếu công ty XYZ không tăng tỷ lệ cổ

tức, nó sẽ chỉ mang lại lợi ích cho cổ đông lớn bằng chi phí của các cổ đông nhỏ hơn. Lập luận này dựa trên lý thuyết cổ đông lớn thuộc tầng lớp thu nhập cao hơn! Sau khi nộp thuế, các cổ đông lớn chỉ có thể giữ lại một tỷ lệ phần trăm nhỏ hơn rất nhiều trong cổ tức của họ so với các cổ đông nhỏ. Bởi vậy, họ không muốn tỷ lệ cổ tức tăng lên, trái lại các cổ đông nhỏ lại mong muốn điều đó.

Trên thực tế, tăng tỷ lệ cổ tức hoặc tái đầu tư thêm tiền mặt vào lĩnh vực có tiềm năng tăng trưởng sẽ có lợi cho ai nhiều hơn trong số các cổ đông của công ty XYZ phụ thuộc vào một yếu tố hoàn toàn khác chứ không phải mức thu nhập của cổ đông. Nó phụ thuộc vào việc cổ đông có đang ở thời điểm dành tiền để đầu tư thêm hay không. Hàng triệu cổ đông với thu nhập thấp hơn luôn xoay sở để mỗi năm họ có thể dành dụm một khoản dù nhỏ để đầu tư thêm. Nếu điều này xảy ra, thì các cổ đông có thu nhập thấp sẽ phải nộp thuế thu nhập, và do đó, về cơ bản ban giám đốc đi ngược lại lợi ích của họ khi tăng cổ tức lên vào thời điểm xuất hiện những cơ hội tái đầu tư khoản thu nhập giữ lại. Trái lại, cổ tức tăng có thể mang lại lợi ích cho cổ đông lớn đang có nhu cầu bức thiết về tiền mặt, điều hoàn toàn có thể phát sinh trong tầng lớp những người có thu nhập cao.

Hãy xem xét tại sao lại như vậy. Hầu như bất cứ ai có dư tiền mua cổ phiếu thường ít nhất cũng nằm trong tầng lớp chịu mức thuế thấp nhất. Bởi vì, một khi đã tận dụng tối đa các khoản miễn trừ nộp thuế cổ tức ở mức 50 đô-la, thì kể cả cổ đông nhỏ nhất cũng phải trả một khoản thuế tối thiểu 20% cho bất cứ khoản thu nhập tăng thêm nào từ cổ tức. Ngoài ra, còn phải trả một khoản phí môi giới cho bất kỳ cổ phiếu nào anh ta mua. Nếu mua một lượng nhỏ cổ phiếu thì các chi phí nhỏ lẻ, chi phí hoa hồng tối thiểu… chiếm một tỷ lệ lớn hơn so với việc mua nhiều. Điều này khiến cho các khoản vốn thật sự đủ để tái đầu tư thấp hơn 80% khoản tiền mà anh ta nhận được. Đối với cổ đông trong tầng lớp có thu nhập cao hơn, tỷ lệ cổ tức tăng sẽ khiến khoản tiền sử dụng để tái đầu tư ít hơn.

Tất nhiên, có các loại hình cổ đông như tổ chức giáo dục và quỹ hưu trí không phải nộp thuế thu nhập. Cũng có những cá nhân thu nhập từ cổ tức thấp hơn con số miễn trừ 50 đô-la, mặc dù tổng lượng cổ phần nắm giữ bởi nhóm này dường như đã là khá nhỏ rồi. Đối với các nhóm đặc biệt này, phương trình cân bằng sẽ khác đi. Tuy nhiên, đối với phần lớn các cổ đông, bất kể quy mô, đều không thể tránh khỏi thực tế này về cổ tức. Nếu họ tiết kiệm bất cứ khoản thu nhập nào thay vì dùng để chi tiêu, và đầu tư khoản tiền này vào đúng loại cổ phiếu thường, thì lợi nhuận sẽ tăng lên rất nhiều khi bộ máy quản lý của công ty đó tái đầu tư khoản thu nhập giữ lại so với mức lợi nhuận mà họ sẽ đạt được nếu công ty chia cổ tức và phải tự tái đầu tư.

Sử dụng 100% ngân quỹ vào những việc khác thay vì nhận một khoản nhỏ duy nhất sau khi nộp thuế thu nhập và chi phí môi giới chưa chắc đã là quyết định đúng đắn. Chọn đúng loại cổ phiếu thường không phải là một vấn đề dễ dàng và đơn giản. Nếu công ty liên quan đến tỷ lệ cổ tức là một công ty tốt, thì nhà đầu tư đã lựa chọn khôn ngoan. Bởi vậy, anh ta thường chịu ít rủi ro hơn khi có một bộ máy quản lý có trình độ cao tiến hành đầu tư thêm từ khoản thu nhập giữ lại so với việc tự tiến hành đầu tư và mắc phải sai lầm nghiêm trọng khi tìm kiếm những khoản đầu tư mới hấp dẫn không kém. Công ty quan tâm đến vấn đề có nên giữ lại hay trả cổ tức cho cổ đông càng có tiếng thì nhân tố này càng trở nên quan trọng. Đó cũng là lý do tại sao thậm chí các cổ đông không phải nộp thuế thu nhập hoặc không chi tiêu vào khoản thu nhập đó đều nhận ra rằng những công ty giữ lại lợi nhuận để tận dụng những cơ hội mới sẽ mang lại nhiều lợi ích cho anh ta cũng như người phải nộp thuế.

Trong trường hợp này, cổ tức bắt đầu thể hiện đúng vai trò của nó. Đối với những người mong muốn thu lợi nhuận cao nhất từ khoản đầu tư, cổ tức sẽ nhanh chóng mất đi tầm quan trọng mà giới tài chính thường nhận định. Điều này không những đúng với nhà đầu tư cẩn trọng chọn loại cổ phiếu tăng trưởng mà cả những ai sẵn sàng chấp nhận rủi ro cao nhằm thu về một khoản lợi nhuận lớn hơn. Quan điểm này đôi lúc chỉ ra rằng tỷ lệ cổ tức cao là một nhân tố đảm bảo an toàn. Nó dựa trên lý thuyết cổ phiếu hạng cao mang lại nhiều lợi nhuận thế nên không thể bị định giá cao quá hay thấp quá. Mọi nghiên cứu về cổ tức mà tôi đã tiến hành đều chỉ ra rằng đa số các cổ phiếu có biến động xấu về mức giá đều đến từ nhóm trả cổ tức cao hơn là từ nhóm có tỷ lệ cổ tức thấp. Nếu ban quản lý khác cũng hoạt động tốt nhưng lại tăng cổ tức, hy sinh những cơ hội tái đầu tư thu nhập giữ lại, thì cũng giống như người quản lý nông trại bán tất cả những con vật nuôi đẹp đẽ của mình ngay khi chúng lớn thay vì nuôi cho đến khi anh ta có thể đưa ra mức giá cao nhất so với mức chi phí đã bỏ ra. Tuy anh ta thu được một khoản tiền ngay tức thì nhưng lại phải chịu một khoản chi phí đáng kể.

Tôi vừa nhận xét về một công ty tăng cổ tức của nó lên chứ không phải là một công ty trả tất cả cổ tức. Tôi cũng biết rằng mặc dù một nhà đầu tư không chuyên có thể không cần bất cứ một khoản thu nhập nào, nhưng hầu như mọi người đều cần. Chỉ trong vài trường hợp hạn hữu, khi mà cơ hội tăng trưởng quá lớn khiến ban quản lý của các công ty danh tiếng không đủ tiền để trả một phần thu nhập cho các cổ đông, thay vào đó họ tận dụng cơ hội phát triển thông qua việc giữ lại lợi nhuận và thực hiện những hoạt động tài chính cấp cao. Nhà đầu tư nên căn cứ vào nhu cầu của mình để quyết định đầu tư bao nhiêu tiền vào công ty với những nhân tố phát triển bất thường mà không có cổ tức đảm bảo. Tuy nhiên, điều quan trọng nhất chính là người ta không mua cổ phiếu ở những công ty có xu hướng trả cổ tức cao bởi sẽ hạn chế tiềm năng phát triển.

Điều này dẫn dắt chúng ta đến khía cạnh quan trọng nhất của cổ tức mà ít người quan tâm. Đó là tính thường xuyên và tính tin cậy. Nhà đầu tư thông minh sẽ vạch kế hoạch và tiên liệu những việc có thể thực hiện được bằng số thu nhập của anh ta. Tuy không quan tâm đến thu nhập tăng trong thời gian ngắn nhưng anh ta muốn tránh trường hợp thu nhập giảm sút, vì vậy kế hoạch của anh ta có nguy cơ phá sản. Hơn nữa anh ta muốn tự mình quyết định lựa chọn loại công ty tái đầu tư một phần lớn hay toàn bộ thu nhập giữ lại hoặc loại công ty phát triển với một tốc độ ổn định nhưng chậm hơn và chỉ cần tái đầu tư một khoản tiền nhỏ hơn.

Vì các lý do trên mà những người đưa ra chính sách khôn ngoan về mối quan hệ với các cổ đông và nhà đầu tư mong muốn mức P/E của mỗi cổ phần cao hơn dựa trên chính sách đó thường tránh những cách nghĩ không rõ ràng (điển hình cho lối nghĩ đó là thủ quỹ hay phó giám đốc tài chính của công ty). Họ đưa ra những quy định về cổ tức và không hề có ý định thay đổi, sau đó thông báo chính sách về cổ tức cho các cổ đông. Cổ tức có thể thay đổi đáng kể nhưng sẽ không có chuyện thay đổi chính sách hay quy định.

Chính sách này dựa trên tỷ lệ phần trăm thu nhập cần giữ lại để đạt mức tăng trưởng cao nhất. Những công ty có tuổi đời trẻ và tốc độ phát triển nhanh thường không trả cổ tức trong nhiều năm, chỉ đến khi tài sản của chúng ty đạt mức khấu hao lớn hơn rất nhiều, thì mới trả cho cổ đông từ

25-40% lợi nhuận. Đối với những công ty lâu đời hơn, mức trả cho cổ đông sẽ thay đổi tùy theo từng công ty. Tuy nhiên, tỷ lệ phần trăm sẽ không quyết định đến lượng tiền chính xác mà công ty sẽ trả; chính điều này làm cho cổ tức thay đổi tùy theo từng năm. Đây cũng là điều mà cổ đông không hề mong muốn bởi nó khiến họ không thể lập kế hoạch độc lập trong dài hạn. Điều họ mong muốn là một khoản cố định dựa trên tỷ lệ phần trăm và tiến hành trả thường xuyên theo từng quý, nửa năm hay hàng năm tùy theo từng trường hợp. Khi thu nhập tăng, số tiền trả sẽ tăng lên để có thể đạt mức tỷ lệ phần trăm đã định ra trước đó. Tuy nhiên, điều này chỉ thực hiện được khi:

a) có sẵn các nguồn quỹ khác mà bộ phận quản lý chưa cần dùng đến để sẵn sàng đón nhận những cơ hội phát triển mới và;

b) có lý do để tin tưởng rằng tỷ lệ mới sẽ được duy trì lâu dài kể từ thời điểm hiện tại, sau khi đã tính đến những khả năng suy thoái trong kinh doanh và những cơ hội phát triển mới.

Bộ máy quản lý đưa ra chính sách cổ tức được đông đảo các nhà đầu tư có hiểu biết đồng tình bao gồm những người tin chắc rằng cần cẩn trọng tối đa khi tăng cổ tức và chỉ trong trường hợp có thể thấy rõ khả năng duy trì tỷ lệ đó. Tương tự, chỉ giảm cổ tức trong trường hợp tồi tệ nhất.

Điều ngạc nhiên là nhiều chuyên gia tài chính doanh nghiệp đồng ý trả cổ tức tăng lên trong một lần. Họ thực hiện điều này ngay cả khi những cổ tức tăng lên ngoài dự tính không để lại tác động lâu dài đối với thị giá cổ phần, nó cũng chứng minh cho mức độ đối lập giữa chính sách trên và mong muốn của nhà đầu tư dài hạn.

Dù cho chính sách cổ tức hợp lý hay ngớ ngẩn thì miễn là kiên trì theo đuổi chính sách, công ty sẽ tìm thấy những nhà đầu tư ưa thích chính sách riêng biệt của nó. Bất kể nó có mang lại quyền lợi tối ưu hay không, nhiều nhà đầu tư vẫn mong đợi tỷ lệ cổ tức cao. Một số cổ đông mong muốn tỷ lệ ở mức thấp. Số khác lại không mong chờ điều gì cả. Một số thích tỷ lệ thấp cùng với một khoản nhỏ cổ tức ổn định hàng năm. Số khác không mong đợi cổ tức có được từ cổ phiếu mà ưa chuộng tỷ suất thấp hơn. Nếu bộ máy quản lý lựa chọn một trong những chính sách này kết hợp với nhu cầu thực tế thì sẽ tạo ra nhóm các cổ đông ưa thích và mong muốn công ty tiếp tục áp dụng chính sách đó. Một bộ máy quản lý thông minh muốn có được uy tín đầu tư cổ phiếu sẽ tôn trọng ý thích theo đuổi chính sách của nhà đầu tư.

Việc dự trù chính sách cổ tức gần giống với lập kế hoạch mở một nhà hàng. Chủ một nhà hàng tốt có thể làm ăn phát đạt với giá dịch vụ cao. Anh ta cũng có thể kinh doanh hiệu quả tại một địa điểm hấp dẫn, bán những món ăn ngon nhất với mức giá thấp nhất; hoặc thành công với những món ăn Hungary, Trung Quốc, Ý. Mỗi cách sẽ thu hút một lượng khách hàng nhất định. Mọi người sẽ đến và chờ đợi một bữa ăn ngon miệng. Tuy nhiên, với khả năng có hạn, anh ta không thể tạo dựng được lượng khách hàng ổn định nếu ngày thứ nhất phục vụ bữa ăn đắt tiền nhất, ngày thứ hai phục vụ bữa ăn giá thấp nhất và ngày tiếp nữa chỉ phục vụ bữa ăn khẩu vị nước ngoài mà không thông báo trước. Những công ty luôn thay đổi chính sách cổ tức không thể thành công trong việc giữ chân cổ đông trung thành. Cổ phần của nó không tạo ra các khoản đầu tư dài hạn.

Nếu chính sách cổ tức thống nhất, tạo điều kiện cho nhà đầu tư có thể lập kế hoạch đảm bảo trong tương lai, thì toàn bộ những vấn đề về cổ tức chỉ là một phần nhỏ trong bức tranh đầu tư luôn gây ra vô số tranh cãi về tính đáng mong đợi của chính sách cổ tức. Các nhóm chiếm đa số trong giới tài chính có mâu thuẫn với nhau về vấn đề này không thể giải thích tại sao phần lớn những cổ phiếu không có triển vọng gì ngoài mức thu nhập dưới mức trung bình trong nhiều năm, thực tế mang lại lợi ích khá lớn cho các cổ đông. Nhiều ví dụ trên đã chứng minh cho những trường hợp này. Một khoản đầu tư điển hình khác của loại chứng khoán này là

Rohm&Haas. Cổ phiếu công ty này phát hành lần đầu tiên vào năm 1949, khi một nhóm ngân hàng đầu tư mua lô cổ phiếu lớn do Alien Property Custodian nắm giữ và bán lại rộng rãi. Giá bán ra công chúng là 41,25 đô-la. Vào thời điểm đó, cổ phiếu đó chỉ trả 1 đô-la cổ tức thanh toán

bằng cổ phiếu bổ sung. Nhiều nhà đầu tư nhận thấy với mức cổ tức thấp, cổ phiếu này không phải là khoản đầu tư thu hút và đảm bảo. Tuy nhiên, kể từ khi công ty quyết định trả cổ tức và tăng trả cổ tức bằng tiền mặt thường xuyên mặc dù doanh thu vẫn ở mức thấp, thì giá một cổ phiếu lên tới 400 đô-la. Người chủ cũ của Rohm&Haas nhận mức cổ tức 4% mỗi năm từ năm 1949 đến năm 1955 và 3% vào năm 1956 bởi vậy phần tiền anh ta thu được gấp mười lần số vốn bỏ ra.

Trên thực tế, tôi nghĩ rằng không nên quan tâm quá nhiều tới vấn đề cổ tức khi muốn lựa chọn những cổ phiếu giá trị. Điều lạ lùng nhất là ở chỗ những người ít quan tâm đến vấn đề cổ tức nhất lại thu được cổ tức nhiều nhất. Cũng cần phải nhắc lại là sau một khoảng thời gian từ năm đến mười năm, mức cổ tức lớn nhất có thể đạt được lại không đến từ cổ phiếu của các công ty có tỷ lệ cổ tức cao mà từ các công ty có tỷ lệ cổ tức khá thấp. Đội ngũ quản lý có trình độ cao có thể tiến hành những thương vụ kinh doanh mang lại lợi nhuận đáng kể khi theo đuổi chính sách chỉ trả một phần nhỏ tỷ lệ thu nhập nhưng số tiền thật sự nhận được lại vượt xa khoản tiền mà chúng ta có thể thu lại từ các cổ phần có tỷ lệ cổ tức cao. Vậy tại sao xu hướng hợp lý và logic này lại không tiếp diễn trong tương lai?

8. Năm điều nhà đầu tư nên tránh

1. Không nên mua cổ phiếu ở các công ty đang trong quá trình hình thành và phát triển

Vấn đề cốt lõi để đầu tư thành công là tìm kiếm những công ty đang phát triển sản phẩm mới, chu trình mới hay tìm kiếm thị trường mới. Các công ty thường nhắm vào những mục tiêu này. Nhiều công ty thành lập chỉ để phát triển một phát minh đặc sắc. Nhiều công ty đi vào những lĩnh vực có tiềm năng tăng trưởng lớn như điện tử. Một số lớn các công ty khác thành lập nhằm tìm khoáng sản hay các loại tài nguyên thiên nhiên khác – một lĩnh vực mà phần thưởng dành cho sự thành công mang lại giá trị đáng kể. Vì những lý do trên, các công ty mới thành lập chưa thu được lợi nhuận khi mới vận hành nhưng thoạt nhìn người ta cảm thấy rất đáng để đầu tư.

Có một lý luận thu hút không ít sự chú ý. Tại sao chúng ta không mua các cổ phần đầu tiên khi công ty phát hành ra công chúng để có cơ hội trở thành cổ đông chính của công ty? Doanh nghiệp thành công thi thoảng có bán các cổ phần ở mức giá như lần đầu tiên nó phát hành ra công chúng. Bởi thế, tại sao chúng ta lại phải chờ đợi và để người khác đoạt mất cơ hội đó? Tại sao không sử dụng phương pháp tìm hiểu và đánh giá đã áp dụng trong việc tìm kiếm những công ty lâu đời để tìm kiếm những công ty mới có tiếng đang ngày càng phát triển?

Đứng trên quan điểm đầu tư, tôi nhận thấy có một sự khác biệt cơ bản giữa những công ty chưa trải qua hai hay ba năm thương mại hóa và một năm hoạt động có lợi nhuận với một công ty đã ổn định, thậm chí có thể chỉ là công ty nhỏ với doanh số hàng năm không quá một triệu đô-la. Ở những công ty đã ổn định, mọi chức năng chính của công việc kinh doanh đều đã đi vào hoạt động. Nhà đầu tư có thể quan sát dây chuyền sản xuất, doanh thu, các khoản chi phí, đội ngũ quản lý và tất cả các khía cạnh khác của quá trình hoạt động. Có lẽ quan trọng hơn là anh ta có thể tìm thấy nhiều nhận định giá trị từ các nhà quan sát có trình độ cao, những người thường xuyên xem xét và cân nhắc các điểm mạnh và điểm yếu của công ty trên. Trái lại, khi một công ty đang trong quá trình hình thành và phát triển, tất cả những việc mà nhà đầu tư hay một ai khác có thể làm là lên kế hoạch và dự đoán những khó khăn và lợi thế của công ty. Đây là vấn đề phức tạp nhiều hơn so với những việc cần làm ở công ty đã hoạt động trong một thời gian dài. Nguy cơ mắc sai lầm có thể xuất hiện trong quá trình đưa ra kết luận.

Thật sự đó là điều rất khó thực hiện. Bất kể là nhà đầu tư trình độ giỏi đến đâu thì cũng không thể đưa ra một chuẩn chung để lựa chọn những công ty có giá trị, vì việc đánh giá đúng đắn chỉ áp dụng được đối với các tổ chức đã đi vào hoạt động bài bản. Thông thường, những công ty non trẻ có một vài cá nhân có tài lãnh đạo về một giai đoạn nào đó trong chu trình kinh doanh, tuy nhiên họ lại thiếu kiến thức trong nhiều lĩnh vực quan trọng không kém. Họ có thể là những

người bán hàng giỏi giang nhưng lại thiếu các khả năng kinh doanh khác. Thông thường, nhà đầu tư hoặc nhà sản xuất có thể không biết rằng thậm chí những sản phẩm có chất lượng tốt nhất cũng cần phải có khâu marketing tốt như khâu sản xuất. Nhà đầu tư hiếm khi thuyết phục các tổ chức rằng họ thiếu những kỹ năng đó. Và họ thậm chí còn không bận tâm đến việc chỉ dẫn các tổ chức đó có thể tìm kiếm những kỹ năng đó ở đâu.

Vì những lý do trên, cho dù công ty đang phát triển đó có vẻ ngoài hấp dẫn như thế nào, vấn đề tài chính của nó cũng nên để các chuyên gia thẩm định bởi họ có đội ngũ quản lý đủ trình độ để sửa chữa những khuyết điểm mà các công ty đang trong quá trình hình thành chưa để ý đến. Những người không có chuyên môn tốt và không muốn thuyết phục đội ngũ quản lý mới về việc cần phải tận dụng những trợ giúp như vậy sẽ cảm thấy thất vọng nặng nề khi đầu tư vào những công ty chưa có bề dày. Có rất nhiều cơ hội tuyệt vời ở những công ty lâu đời, vậy nên các cá nhân đầu tư thông thường nên nhớ một nguyên tắc là không bao giờ mua cổ phần ở những công ty mới đang trong giai đoạn phát triển dù cho nó trông hấp dẫn đến mức nào.

2. Không nên bỏ qua các cổ phiếu tốt chỉ vì chúng chưa được niêm yết chính thức trên các sàn giao dịch (nhóm các cổ phiếu OTC)

Tính hấp dẫn của cổ phiếu chưa được niêm yết khác với cổ phiếu niêm yết trên sàn giao dịch bởi sự liên quan mật thiết tới khả năng bán. Mọi người nên nhận thức tầm quan trọng của yếu tố này. Thông thường, người mua luôn giới hạn một số cổ phiếu mà có thể bán được ngay khi xuất hiện lý do để bán dù mang tính tài chính hay cá nhân. Tuy nhiên, một số nhà đầu tư vẫn còn mông lung trong việc xác định cái gì đảm bảo có thể bán và cái gì không. Điều này còn làm cho các nhà đầu tư bối rối hơn khi muốn mua cổ phiếu chưa được niêm yết trên bất cứ sàn giao dịch nào – cổ phiếu này thường được gọi là cổ phiếu OTC (over the counter).

Nguyên nhân gây ra sự lẫn lộn này là do những thay đổi cơ bản của việc mua cổ phiếu trong 25 năm cuối của thế kỷ XX khiến thị trường của thập niên 1950 khác hẳn so với thập niên 1920 "không thể nào quên". Trong suốt thập niên 1920 và thời gian trước đó, nhà môi giới chứng khoán chỉ có một số lượng khiêm tốn khách hàng là thuộc tầng lớp thượng lưu. Hầu hết khoản mua thường có số lượng lớn – cấp số nhân của hàng nghìn cổ phần. Động cơ của việc mua này là bán lại cho một người nào khác với mức giá cao hơn. Đánh bạc, chứ không phải đầu tư thật sự, là quy luật của thời đó. Mua ăn theo chênh lệch giá bằng các khoản tiền vay mượn là một phương thức được mọi người sử dụng lúc đó. Ngày nay phần lớn việc mua dựa trên cơ sở tiền mặt.

Nhiều sự kiện xảy ra đã làm thay đổi thị trường trong những năm đó, ví dụ như thuế thu nhập và thuế đánh vào tài sản thừa kế ở mức cao. Một ảnh hưởng quan trọng hơn là xu hướng san bằng khoảng cách giàu nghèo kéo dài từ năm này qua năm khác diễn ra ở tất cả các bang của Mỹ. Khoảng cách giàu nghèo dường như đã được thu hẹp lại. Mỗi năm số người thuộc tầng lớp trung lưu lại tăng lên. Điều này đã dẫn đến những người mua chứng chứng khoán với khối lượng lớn dần giảm, thay vào đó là sự gia tăng mạnh mẽ về số lượng người mua nhỏ lẻ. Bên cạnh đó, các tổ chức đầu tư mua vào thường xuyên với khối lượng rất lớn. Quỹ ủy thác đầu tư, quỹ ủy thác hưu trí, quỹ đầu tư cộng đồng và thậm chí là một số quỹ ủy thác của các ngân hàng lớn không còn đại diện cho một số người mua lớn nữa. Các tổ chức này giao phó cho một vài nhân viên quản lý quỹ đầu tư chuyên nghiệp để giải quyết với các khoản tiết kiệm của vô số người mua nhỏ lẻ.

Một phần vì những kết quả trên, phần khác vì những nguyên nhân gây ra chúng mà các luật và thể chế điều tiết thị trường chứng khoán cũng có những thay đổi cơ bản. Ủy ban chứng khoán và ngoại hối được thành lập nhằm ngăn chặn những mánh khóe lôi kéo và các quỹ góp vốn chung để đầu tư giá lên hàng loạt theo kiểu đánh bạc trên thị trường chứng khoán từng xảy ra trước đó. Các nguyên tắc được thực thi nhằm giới hạn hình thức mua ăn theo chênh lệch trong khuôn mẫu. Tuy nhiên, quan trọng nhất như đã được đề cập ở các chương trước, là doanh nghiệp ngày nay khác hẳn với trước đây. Doanh nghiệp ngày nay phù hợp với vai trò trung gian cho những nhà đầu tư mong muốn sự tăng trưởng trong dài hạn hơn là phương tiện cho các thương vụ xảy ra trong chốc lát.

Tất cả những điều trên đã làm thị trường thay đổi đáng kinh ngạc. Ngày nay, thị trường đã có nhiều tiến bộ, tuy nhiên những tiến bộ này lại không hề có lợi cho khả năng "có thể bán được" (tính thanh khoản). Khả năng thanh khoản của các loại chứng khoán trung bình giảm chứ không hề tăng. Mặc dù quá trình phát triển kinh tế nhanh và không có điểm kết của việc phân tách cổ phiếu, số lượng các thương vụ trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York bị sụt giảm. Hầu như người ta không còn thực hiện các khoản giao dịch giá trị quá nhỏ nữa. Những người đánh bạc và các nhà đầu cơ mua bán ngắn hạn không thể dẫn đến một nền kinh tế phát triển lành mạnh. Tuy nhiên, những hành động đó góp phần tạo ra thị trường.

Tôi không hề muốn chơi trò chữ nghĩa ở đây nhưng quả thực chúng ta không thể phủ nhận rằng điều này dẫn đến sự giảm dần số lượng các "người môi giới chứng khoán" (stock broker) và sự gia tăng của những người được gọi là "người buôn chứng khoán" (stock salesman).

Với cổ phiếu, người môi giới sẽ làm việc tại các thị trường đấu giá. Tại đó họ sẽ nhận lệnh từ nhà đầu tư, khớp lệnh này với lệnh của họ hay của nhà môi giới khác nhận bán. Quá trình này

nhìn chung không hề tiêu tốn thời gian. Nếu như có lệnh bán một số lượng lớn cổ phần thì dù mỗi cổ phần chỉ thu về một khoản phí hoa hồng khiêm tốn, nhà môi giới vẫn có một khoản lợi nhuận không hề nhỏ trong cả năm.

Trái lại, người buôn chứng khoán phải tiến hành một quá trình tiêu tốn thời gian hơn nhiều vì phải thuyết phục khách hàng thực hiện quy trình. Chỉ có một lượng thời gian cố định trong ngày, vì vậy để kiếm được khoản lợi nhuận tương xứng với công sức của mình, anh ta phải đòi một khoản phí hoa hồng dịch vụ cao hơn. Đặc biệt là khi anh ta phục vụ một số lượng lớn các khách hàng nhỏ lẻ thay vì các khách hàng lớn. Mà trong bối cảnh kinh tế ngày nay, các nhà buôn chứng khoán đều phải phục vụ các khách hàng nhỏ lẻ.

Sàn giao dịch chứng khoán bước đầu vẫn hoạt động với vai trò là phương tiện cho nhà môi giới chứng khoán hơn là nhà buôn chứng khoán. Tỷ lệ phí hoa hồng đã tăng lên song cũng chỉ tương đương với tỷ lệ của các loại dịch vụ khác. Trái lại, thị trường giao dịch chứng khoán OTC trên nguyên tắc hoàn toàn khác hẳn. Mỗi ngày, các thành viên trong ủy ban chứng khoán và sàn giao dịch toàn quốc được giao nhiệm vụ đăng tải các bài báo nêu giá của một loạt chứng khoán không được niêm yết hoạt động sôi động tới các cổ đông quan tâm. Bên cạnh đó, còn có sự liên hệ với các địa điểm tiến hành giao dịch OTC nhằm thực hiện các thương vụ giao dịch chứng khoán. Không giống như ở sàn giao dịch chứng khoán, giá được báo không phải là các mức giá mà tại đó thực hiện giao dịch. Giao dịch OTC không thể thực hiện được điều này do không tồn tại trung tâm giao dịch để báo cáo. Thay vào đó, nó chỉ có báo giá chào mua và chào bán. Các báo giá đó sẽ đưa ra mức giá chào mua cao nhất cho các cổ phần và mức giá chào bán thấp nhất mà người bán có thể giao dịch.

Nếu như xem xét kỹ lưỡng, chúng ta có thể thấy rằng các báo giá từ bên mua và bên bán liên quan chặt chẽ đến lợi ích có thể thu được từ cổ phần khi chúng được đưa ra. Bên bán hay bên chào bán thường đưa ra mức hoa hồng cho mỗi cổ phần giao dịch tại cùng mức giá cao hơn vài lần so với bên mua. Sự chênh lệch này khuyến khích những người tham gia thị trường giao dịch OTC mua ở mức giá chào mua, trả một khoản phí hoa hồng tương xứng và vẫn còn lại một khoản lợi nhuận sau khi đã trừ đi tổng chi phí. Trái lại, nếu một khách hàng, đặc biệt là khách hàng lớn, cũng tại thị trường đó đưa ra mức giá mua cổ phiếu mà không bao gồm phí hoa hồng cho thương nhân thì anh ta thường mua ở mức giá trả cộng với một khoản tương đương với khoản phí hoa hồng trả ở sàn giao dịch. Một người từng tiến hành giao dịch OTC đã mô tả như sau: "Chúng tôi có một thị trường về phía người mua. Xét về phía người bán, chúng tôi có hai thị trường. Đó là thị trường bán buôn và thị trường bán lẻ, phụ thuộc một phần vào số lượng mua và một phần vào số lượng bán và dịch vụ đi kèm."

Hệ thống sẽ bị lạm dụng nếu như nằm trong tay những người buôn chứng khoán tham lam. Bất cứ hệ thống nào cũng vậy. Nhưng nếu nhà đầu tư lựa chọn cẩn thận người tiến hành giao dịch cho mình thì hệ thống lại hoạt động cực kỳ tốt. Nhà đầu tư vừa và nhỏ thường không có thời gian cũng như khả năng lựa chọn chứng khoán cho riêng mình. Với sự giám sát chặt chẽ, những người buôn chứng khoán sẽ đưa ra vài loại chứng khoán, đây là cách nhà đầu tư nhận được sự cố vấn. Bởi vậy, cũng đáng để bỏ ra một khoản chi phí cho việc đó.

Xét trên quan điểm của nhà đầu tư có trình độ cao hơn thì lợi ích thật sự của hệ thống này không nằm ở việc mua, mà tồn tại trong sự tăng lên của tính thanh khoản hay tính "có thể bán được" của các chứng khoán OTC anh ta muốn sở hữu. Bởi khoản lợi nhuận chênh lệch mà người tiến hành giao dịch hưởng đối với các cổ phiếu đó là khá lớn nên có rất nhiều người môi giới có sẵn một lượng cổ phiếu để mua bán. Họ sẽ không hề do dự khi mua hoặc bán thêm 500 hay

1.000 cổ phần nếu như có sẵn. Khi số lượng đó tăng lên nhiều hơn, họ sẽ tổ chức buổi gặp mặt giữa các thương nhân và thúc đẩy việc giao dịch. Thông thường, họ sẽ yêu cầu một mức hoa hồng tại một điểm nào đó. Tuy nhiên, như vậy cũng có nghĩa là các cổ phiếu giao dịch OTC thường tiến hành thông qua hai hay nhiều người giao dịch OTC trình độ cao, loại cổ phiếu này có thể bán được theo yêu cầu của nhà đầu tư. Tùy thuộc vào số lượng chào bán mà có thể sẽ phải trả một khoản hoa hồng đặc biệt dành cho việc bán để tiến hành giao dịch một lượng cổ phiếu lớn. Tuy nhiên, đối với những khoản chỉ chiếm một tỷ lệ nhỏ của giá bán thì cổ phiếu mà nhà đầu tư mong muốn bán sẽ có thể chuyển đổi thành tiền và không gây hại đến thị trường.

Nó khác gì so với khả năng bán một cổ phiếu niêm yết trên sàn giao dịch? Câu trả lời tùy thuộc phần lớn vào loại cổ phiếu và loại sàn giao dịch niêm yết. Đối với những lần phát hành lớn và khá sôi động trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York, thậm chí ngày nay tồn tại nhiều thị trường giao dịch đủ lớn để trong thời gian ngắn có thể bán lượng lớn cổ phiếu với tỷ lệ phí hoa hồng thấp mà không hề làm giảm giá. Đối với các chứng khoán niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York nhưng ít giao dịch hơn, khả năng bán cũng khá cao, nhưng đôi khi giá sẽ sụt giảm khá lớn và phí hoa hồng thông thường phụ thuộc vào thời điểm đưa ra các lệnh bán với khối lượng lớn. Đối với các loại chứng khoán niêm yết trên sàn giao dịch nhỏ thì theo quan điểm của tôi, khả năng có thể bán được cực kỳ thấp.

Sàn giao dịch chứng khoán đã nhận thức được vấn đề này và tiến hành từng bước khắc phục. Ngày nay, bất cứ khi nào có một khối lượng cổ phiếu niêm yết mà sàn giao dịch cho là quá lớn để có thể tiến hành theo phương cách thông thường, người ta được phép sử dụng các công cụ "chào bán đặc biệt" (giống như giao dịch thỏa thuận trên các sàn niêm yết chính thức tại Việt Nam). Nghĩa là người ta sẽ thông báo về lệnh chào bán tới tất cả các thành viên thị trường,

những người sẽ nhận được một phần hoa hồng lớn hơn khi bán các cổ phần này. Nói cách khác, khi khối lượng quá lớn so với khả năng của người môi giới, họ sẽ được trả mức hoa hồng lớn để tiến hành bán như là người buôn chứng khoán.

Tất cả những điều trên làm thu hẹp khoảng cách giữa thị trường niêm yết và OTC trong những giai đoạn như hiện nay, khi mà ngày càng nhiều nhà buôn mua cổ phiếu chứ không phải các nhà môi giới đơn thuần tiến hành việc khớp lệnh. Điều này không có nghĩa là xét về khả năng bán thì một cổ phiếu có tiếng và được mua bán sôi động trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York không hề có lợi thế so với các cổ phiếu có giá trong giao dịch OTC. Nó có nghĩa lợi thế của các cổ phiếu được giao dịch OTC là tính thanh khoản lớn hơn cổ phần của nhiều công ty được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Mỹ và nhiều sàn giao dịch khu vực khác. Tôi có thể hình dung được việc các sàn giao dịch lớn sẽ phản đối. Tuy nhiên, tôi tin rằng điều này rất đúng nếu đánh giá các sự kiện dựa trên cái nhìn khách quan. Đây cũng là lý do tại sao một số công ty vừa và nhỏ tiến bộ hơn trong nhiều năm qua đã từ chối niêm yết cổ phiếu của họ trên các sàn giao dịch quy mô nhỏ. Thay vì đó, họ chọn thị trường giao dịch OTC cho đến khi công ty vươn tới quy mô mà có thể niêm yết chứng khoán của mình trên bảng lớn của Sở Giao dịch Chứng khoán New York.

Tóm lại, nếu bạn định đầu tư vào chứng khoán giao dịch OTC thì các nguyên tắc dành cho nhà đầu tư không khác lắm so với các nguyên tắc áp dụng cho các chứng khoán niêm yết. Đầu tiên, phải chắc chắn là bạn đã lựa chọn đúng loại chứng khoán. Sau đó, phải đảm bảo rằng bạn đã lựa chọn nhà môi giới có khả năng và có lương tâm. Nếu nhà đầu tư đã hội tụ đủ hai nguyên tắc này, anh ta không có gì phải sợ khi mua cổ phiếu chỉ bởi chúng được giao dịch OTC chứ không phải là trên sàn niêm yết chính thức.

3. Không nên mua cổ phiếu chỉ bởi bạn thích các báo cáo hàng năm của nó

Không phải lúc nào nhà đầu tư cũng phân tích kỹ lưỡng tại sao anh ta mua cổ phiếu này thay vì cổ phiếu kia. Nếu xem xét kỹ lưỡng, họ sẽ rất ngạc nhiên khi phát hiện ra rằng bản thân luôn chịu ảnh hưởng bởi những nhận xét chung chung trong báo cáo hàng năm của công ty gửi cho cổ đông. Giọng điệu của báo cáo hàng năm có thể phản ánh triết lý kinh doanh của bộ máy quản lý, chính sách hay mục tiêu của công ty chuẩn xác không kém các bản thông báo về tài chính đã được chỉnh sửa phản ánh kết quả đến từng đồng xu về thời kỳ đang đề cập. Tuy nhiên, một bản báo cáo hàng năm cũng phản ánh những kỹ năng tốt của bộ phận quan hệ công chúng trong việc tạo dựng ấn tượng về hình ảnh của công ty. Không có cách nào để ta có thể xác định liệu có phải giám đốc là người viết ra các báo cáo đó hay nhân viên bộ phận quan hệ công chúng viết và

giám đốc đứng tên. Những hình ảnh hấp dẫn và bảng biểu màu mè không phải bao giờ cũng phản ánh một đội ngũ quản lý làm việc đầy nhiệt huyết và đoàn kết.

Nếu bạn để cho chữ nghĩa và giọng điệu của bản báo cáo thường niên ảnh hưởng đến quyết định mua cổ phiếu thường của mình thì nó cũng giống như bạn việc mua một sản phẩm chỉ bởi hình ảnh đầy lôi cuốn trên bảng quảng cáo. Sản phẩm đó có thể ấn tượng như trên mục quảng cáo nhưng cũng có thể không. Có thể chấp nhận mua các sản phẩm giá thấp theo cách này với mục đích tìm hiểu độ hấp dẫn của sản phẩm. Tuy nhiên, đối với cổ phiếu thì hầu như chẳng ai trong chúng ta đủ giàu để có thể mua chỉ vì cảm nhận bốc đồng của mình. Nên nhớ rằng ngày nay báo cáo thường niên chủ yếu là nhằm lôi kéo thiện chí của cổ đông. Một điều rất quan trọng là bạn nên tìm kiếm sự thật nằm bên ngoài các bản báo cáo màu mè đó. Cũng như các cách thức hỗ trợ việc bán hàng, các bản báo cáo này cũng nhằm thúc đẩy các thương vụ của doanh nghiệp tiến hành trôi chảy. Chúng ít khi đề cập đến các cuộc thảo luận thấu đáo và cân nhắc về những vấn đề thật sự trong kinh doanh. Thường thì chúng nhuốm màu sắc quá lạc quan.

Nếu nhà đầu tư không để cho những phản ứng phấn khích khi đọc bản báo cáo ảnh hưởng tới các quyết định sau đó thì tình trạng ngược lại sẽ như thế nào? Anh ta có bị những cảm xúc không vui khi đọc bản báo cáo ảnh hưởng không? Thường là không, lại một lần nữa nó cũng giống như việc chúng ta đánh giá nội dung trong một cái hộp chỉ bằng cách nhìn vào lớp giấy bọc bên ngoài của chúng. Tuy nhiên, có một ngoại lệ rất quan trọng, đó là các bản báo cáo như vậy không hề cung cấp thông tin về những vấn đề đóng vai trò quan trọng đối với nhà đầu tư. Những công ty theo đuổi chính sách báo cáo như vậy thường không phải là một nền tảng tốt cho các khoản đầu tư thành công.

4. Không nên lo lắng khi chỉ số P/E quá cao, nó có thể là một dấu hiệu cơ bản chỉ ra rằng mức tăng cao hơn của khoản thu nhập trong tương lai phần lớn đã được phản ánh ở mức giá hiện tại

Đây là một sai lầm có thể gây thiệt hại lớn mà nhà đầu tư thường mắc phải và đáng nhận được sự quan tâm đặc biệt. Để giải thích rõ hơn vấn đề này, hãy xem xét ví dụ về một công ty giả tưởng XYZ. XYZ luôn đáp ứng đủ 15 tiêu chí như chúng ta đã đề ra. Trong vòng ba thập kỷ, công ty có doanh số và lợi nhuận tăng liên tục và đang tiến hành phát triển sản phẩm mới để đạt mức tăng trưởng tương tự trong giai đoạn sắp tới. Giới tài chính nhận thấy rõ sự phát triển kỳ diệu của công ty. Theo đó, trong nhiều năm cổ phiếu của công ty luôn bán ở mức P/E từ 20-30 lần, nghĩa là gấp đôi P/E của chỉ số Dow Jones.

Ngày nay, cổ phiếu chỉ được bán ở mức P/E gấp hai lần P/E của chỉ số Dow Jones. Điều này cũng có nghĩa là mức giá mà nó có thể thu được một đồng lợi nhuận sẽ gấp đôi mức giá mà tại

đó các cổ phiếu có chỉ số bình quân Dow Jones sẽ tạo ra một đồng lợi nhuận. Bộ máy quản lý của công ty vừa đưa ra dự báo rằng công ty đang có triển vọng sẽ tăng gấp đôi thu nhập trong năm năm tới. Xét toàn bộ sự việc đang xảy ra thì dự đoán của công ty có vẻ giá trị.

Ngay lúc đó, một số lượng lớn các nhà đầu tư lại đưa ra những kết luận hết sức sai lầm. Họ lý luận rằng do XYZ đang bán cổ phiếu gấp hai lần mức giá của các cổ phiếu khác và vì nó phải cần đến năm năm mới có thể tăng mức lợi nhuận lên gấp đôi, mức giá hiện tại của cổ phiếu công ty XYZ đang phản ánh thu nhập của công ty trong tương lai. Và họ chắc chắn rằng giá cổ phiếu đang ở mức quá cao.

Chẳng ai có thể lý luận rằng cổ phiếu có giá đã phản ánh thu nhập trong năm năm tới là đang bị định giá quá cao. Việc đưa ra những luận điểm sai lầm này xuất phát từ suy đoán rằng trong năm năm tới, XYZ sẽ bán ở mức mà P/E cùng với tỷ lệ P/E của các cổ phiếu có chỉ số bình quân Dow Jones đã lấy để so sánh. Với những nhân tố làm nên tiếng tăm của công ty, trong vòng ba mươi năm, cổ phiếu được bán ở mức P/E gấp hai lần mức của các chứng khoán khác. Và bản báo cáo đã luôn gửi lời cảm ơn tới những nhà đầu tư đã trung thành với công ty. Nếu công ty lại tiếp tục theo đuổi chính sách đó, năm năm nữa bộ máy quản lý sẽ đưa ra nhóm sản phẩm mới khác mà trong thập kỷ tới sẽ tăng thu nhập giống như cách mà các sản phẩm mới đang làm tăng thu nhập trong hiện tại hay trong năm, mười, mười lăm và hai mươi năm trước đây. Nếu điều này xảy ra, tại sao các cổ phiếu bán trong năm năm tới lại không có chỉ số P/E gấp đôi so với các cổ phiếu thường như hiện nay và như thời điểm trước đây? Và nếu tỷ lệ của tất cả các cổ phiếu vẫn giữ cùng một mức thì việc tăng lợi nhuận lên gấp đôi trong vòng năm năm nữa sẽ khiến giá cổ phiếu tăng gấp đôi. Nếu căn cứ vào cơ sở này, cổ phiếu bán ở mức P/E thông thường không thể giảm thu nhập trong tương lai như người ta thường nói.

Rõ ràng điều đó là không thể. Hãy quan sát xung quanh và xem xét các nhà đầu tư tài tình tự giải quyết vấn đề lựa chọn P/E để đánh giá thời điểm nào cổ phiếu thật sự giảm mức phát triển trong tương lai. Điều này lại rất đúng đối với những công ty mà chúng ta đang nghiên cứu đã có sự thay đổi về bối cảnh. Hãy xem xét công ty ABC thay vì công ty XYZ. Hai công ty này rất giống nhau trừ một điểm là công ty ABC có tuổi đời ít hơn. Cách đây hai năm, giới tài chính đã đánh giá rất cao sự phát triển của công ty này. Cổ phiếu của nó bán ở mức P/E gấp đôi so với các cổ phiếu trung bình khác. Trong trường hợp này, các nhà đầu tư hầu như chẳng thể nhận ra rằng việc bán cổ phiếu ở mức P/E hiện tại thể hiện chất lượng thực chứ không phải là một tác nhân làm giảm mức phát triển trong tương lai.

Điều thật sự quan trọng ở đây là phải nắm rõ tình trạng của công ty, đặc biệt là phải xét đến các dự định của nó trong những năm sắp tới. Nếu như đợt tăng lợi nhuận trong những năm đó chỉ

xảy ra trong một thời gian ngắn và công ty không có nguồn tăng lợi nhuận tiếp theo, khi mà nguồn lực hiện tại đã tận dụng hết, thì vấn đề lại hoàn toàn khác. Khi đó P/E cao sẽ làm giảm lợi nhuận thu được trong tương lai. Bởi vì khi đợt tăng lợi nhuận trong hiện tại qua đi thì cổ phiếu sẽ quay trở lại mức giá bán với mức lợi nhuận giống như các cổ phiếu thông thường khác. Tuy nhiên, nếu công ty tiếp tục phát triển các nguồn lực mới giúp tăng thu nhập và nếu ngành đó cũng có triển vọng đạt mức tăng trưởng như vậy trong tương lai thì P/E trong vòng 5-10 năm tới chắc chắn sẽ cao hơn hẳn so với mức P/E của các cổ phiếu trung bình như hiện tại. Cổ phiếu loại này thường sẽ giảm lợi nhuận trong tương lai ít hơn mức mà các nhà đầu tư vẫn lầm tưởng. Đây là lý do vì sao một số cổ phiếu thoạt nhìn có vẻ có mức giá cao nhất nhưng sau khi phân tích thì vẫn có tiềm năng mang lại một món hời lớn.

5. Không nên quá quan trọng hóa các bước giá nhỏ nhặt như 1/8 hay 1/4

Tôi vừa dẫn một vài ví dụ giả tưởng nhằm làm rõ một số vấn đề. Bây giờ tôi sẽ đưa ra một ví dụ có thật, với chủ ý chọn một cổ phiếu mà trong nhiều năm đi sau thị trường chứ không phải dẫn đầu thị trường. Cách đây gần 25 năm, một quý ông có khả năng đầu tư xuất sắc trong hầu hết các lĩnh vực muốn mua 100 cổ phiếu của công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York. Vào ngày ông ta quyết định mua, giá của cổ phiếu đó vào thời điểm đóng cửa là

351/2 đô-la. Vào ngày tiếp theo, giá tiếp tục giữ ở mức như thế. Nhưng quý ông này không trả mức giá đó. Ông ta quyết định sẽ tiết kiệm 50 đô-la. Và anh ta đặt lệnh ở mức 35. Anh ta từ chối tăng mức đó lên. Và cổ phiếu không bao giờ còn bán ở mức 35 nữa. Ngày nay, sau gần 25 năm, cổ phiếu đó có triển vọng rất xán lạn. Kết quả của cổ tức và cổ phiếu sau nhiều lần được chia tách trong những năm đó tạo ra mức giá hơn 500 đô-la hiện nay.

Nói cách khác, do muốn tiết kiệm 50 đô-la, nhà đầu tư này đã bỏ qua các cổ phiếu trị giá 3.500 đô-la và mất một khoản lợi nhuận tối thiểu là 46.500 đô-la. Tất nhiên anh ta vẫn có thể kiếm được 46.500 đô-la do có các cổ phần khác trong công ty đó vì đã mua tại mức thấp hơn. Do 46.500 đô-la gấp 930 lần 50 đô-la nên anh ta sẽ phải tiết kiệm 50 đô-la đến 930 lần mới có thể bằng khoản lợi nhuận đáng ra anh ta được hưởng. Hiển nhiên đó là hành động điên rồ xét về mặt tài chính.

Có một nguyên tắc rất đơn giản đối với các nhà đầu tư nhỏ chỉ muốn mua vài trăm cổ phần của một loại cổ phiếu. Nếu cổ phiếu thuộc loại tốt, mức giá hợp lý và hấp dẫn so với mức hiện tại thì hãy mua ngay. Các bước giá nhỏ như 1/8 đô-la, 1/4 đô-la hay 1/2 đô-la được trả thêm thật sự là không quan trọng so với mức lợi nhuận mà anh ta sẽ bỏ lỡ nếu không mua cổ phiếu đó. Nếu cổ

phiếu không thuộc loại có tiềm năng phát triển dài hạn, tôi cho rằng ngay từ đầu nhà đầu tư không nên quyết định mua.

Vấn đề có vẻ phức tạp hơn đối với các nhà đầu tư lớn hơn muốn mua hàng nghìn cổ phần. Trừ một lượng nhỏ các cổ phiếu thì đối với phần lớn số còn lại, lượng cổ phiếu lưu hành chỉ ở mức hạn chế nên việc mua tại thị trường một nửa khối lượng cần thiết sẽ gây ra một đợt tăng giá lớn. Việc tăng giá đột ngột này gây ra hai tác động, có xu hướng làm cho việc thu mua lượng cổ phiếu này trở nên khó khăn hơn. Việc tăng giá đột ngột làm gia tăng sự quan tâm và tính cạnh tranh của những người mua khác. Nó có thể khiến những người có kế hoạch bán giữ lại cổ phần của mình với hy vọng rằng việc tăng này sẽ tiếp tục diễn ra. Vậy thì người mua với giá trị lớn nên làm gì để giải quyết vấn đề này?

Người mua nên tìm đến nhà môi giới hay người tiến hành giao dịch chứng khoán cho anh ta. Anh ta nên nói chính xác lượng cổ phiếu mà anh ta muốn mua và yêu cầu nhà môi giới thu mua được càng nhiều cổ phiếu càng tốt, đồng thời ủy quyền cho nhà môi giới đưa ra một số chào giá ở mức nhỏ nếu việc mua các cổ phiếu này làm nảy sinh những vụ mua chứng khoán khác mang tính cạnh tranh. Quan trọng nhất, anh ta nên để nhà môi giới của anh ta tự do điều chỉnh giá đến một điểm cao hơn điểm bán gần đây nhất. Về mức độ cao hơn bao nhiêu, anh ta nên thảo luận với nhà môi giới hay người giao dịch sau khi cân nhắc các yếu tố như khối lượng cổ phiếu cần mua, diễn biến của các cổ phiếu, nhà đầu tư khác háo hức nắm giữ như thế nào và xét đến các nhân tố liên quan.

Đôi khi, nhà đầu tư cảm thấy anh ta không có nhà môi giới hay nhà giao dịch nào có thể đưa ra lời đánh giá chính xác hay sự khôn ngoan trong việc giải quyết những vấn đề này. Nếu vậy, anh ta nên ngay lập tức tìm kiếm nhà môi giới hay giao dịch sở hữu những điểm đó. Nhưng suy cho cùng, thực hiện chính xác những công việc kiểu như vậy là điều căn bản của một nhà môi giới hay ban giao dịch của một giao dịch chứng khoán.

9. Thêm năm điều nhà đầu tư nên tránh

1. Không nên đa dạng hóa quá mức các khoản mục đầu tư

Trong đầu tư, đa dạng hóa là nguyên tắc luôn được coi trọng nhất. Bởi thế, ngay cả các nhà đầu tư thông thường cũng không thể không thực hiện đa dạng hóa các danh mục đầu tư ở mức vừa đủ. Họ luôn thấm thía bài học xương máu của những người "đặt tất cả trứng của mình vào một giỏ".

Tuy nhiên, hầu như chẳng ai suy nghĩ cẩn trọng về tác hại khôn lường của các yếu tố khác. Đó chính là bất lợi của việc đặt trứng vào quá nhiều giỏ để rồi cuối cùng lại rơi vào chiếc giỏ không mấy hấp dẫn và cũng không thể nào canh chừng được tất cả các giỏ đựng trứng đó. Ví dụ, trong số các nhà đầu tư sở hữu cổ phiếu thường có giá trị thị trường từ 200.000-50.000 đô-la, tỷ lệ phần trăm những người có 25 loại cổ phiếu hay nhiều hơn thật là kinh khủng. Đó không phải là do con số 25. Vấn đề là trong hầu hết các trường hợp, anh ta chỉ có một số tỷ lệ phần trăm rất nhỏ các cổ phiếu hấp dẫn mà nhà đầu tư hay cố vấn của anh ta hiểu rõ. Nhà đầu tư đề cao sự đa dạng hóa với nỗi lo sẽ đặt quá nhiều trứng vào một chiếc giỏ, và rồi khiến họ mua quá ít cổ phần của những công ty mà họ hiểu rõ và quá nhiều cổ phần của những công ty mà họ chẳng có chút hiểu biết nào. Dường như nhà đầu tư, hay tệ hơn là cố vấn của anh ta, chẳng bao giờ nhận thức được rằng mua cổ phần của một công ty mà không có đủ kiến thức về nó còn nguy hiểm hơn là không đa dạng hóa.

Mức độ đa dạng hóa bao nhiêu là đủ và đến mức nào thì sẽ trở nên quá nguy hiểm? Nó phần nào giống như lính bộ binh xếp một bó súng trường. Một người lính không thể xếp súng một cách chắc chắn chỉ với hai khẩu súng trường nhưng anh ta có thể làm với năm hay sáu khẩu súng được đặt đúng cách. Hơn thế nữa, anh ta còn có thể sắp xếp chắc chắn và đảm bảo với năm chiếc cũng như với năm mươi chiếc. Tuy nhiên, trong vấn đề đa dạng hóa này có một sự khác biệt quan trọng giữa xếp súng trường và chứng khoán thông thường. Đối với súng trường số lượng cần thiết để sắp xếp thành một chồng chắc chắn không mấy khi phụ thuộc vào loại súng trường mà những người lính sử dụng. Với cổ phiếu, bản thân tính chất của cổ phiếu cũng cần phải tính đến hàng loạt các vấn đề khi tìm hiểu mức độ đa dạng hóa thật sự cần thiết.

Một số công ty, giống như hầu hết các nhà máy sản xuất hóa phẩm, đã đạt được một mức độ đa dạng hóa đáng kể. Trong khi tất cả sản phẩm của họ được xếp vào lĩnh vực hóa phẩm, rất nhiều sản phẩm kể trên có thể là đầu vào của các ngành khác hoàn toàn không liên quan. Một số sản phẩm gặp phải những vấn đề khác nhau trong lĩnh vực chế tạo, sản xuất và có thể được bán cạnh tranh đến tay nhiều nhóm người tiêu dùng. Hơn nữa, khi mà chỉ có một loại hóa phẩm thì

nhóm khách hàng sẽ chiếm số lượng lớn trong ngành, yếu tố đáng kể của việc đa dạng hóa trong công ty có thể xuất hiện.

Chiều rộng và chiều sâu trong bộ máy quản lý cho thấy công ty đã tiến triển đến mức nào khi bộ máy quản lý chỉ có một người, đây cũng là các nhân tố rất quan trọng trong việc quyết định thực chất cần đa dạng hóa đến mức nào để có thể đảm bảo an toàn. Cuối cùng, khi có sự thay đổi, cổ phần thuộc các ngành có tính chu kỳ cao sẽ khiến hoạt động kinh doanh biến động nhiều – chúng cần có sự đa dạng hóa ở mức cao hơn để giữ cân bằng so với cổ phần thuộc các ngành ít bị ảnh hưởng bởi biến động mang tính chu kỳ.

Sự khác biệt giữa mức độ đa dạng hóa về nội tại của các cổ phiếu khiến ta không thể đề ra các nguyên tắc cố định về mức độ đa dạng hóa tối thiểu mà nhà đầu tư trung bình cần phải có để đạt kết quả tối ưu. Mối quan hệ giữa các ngành liên quan cũng rất quan trọng. Ví dụ, một nhà đầu tư có mười loại cổ phiếu với giá trị như nhau nhưng có tới tám loại cổ phiếu thuộc ngành ngân hàng, như vậy mức độ đa dạng hóa là chưa đủ. Trái lại, nếu anh ta đầu tư mỗi loại cổ phiếu vào một ngành khác nhau thì mức độ đa dạng hóa lại quá mức cần thiết.

Mỗi trường hợp sẽ có các mức độ khác nhau và không tồn tại một nguyên tắc chuẩn xác nào đối với mức độ đa dạng hóa. Dưới đây là một số hướng dẫn mang tính cố định về mức đa dạng hóa tối thiểu dành cho hầu hết các nhà đầu tư, trừ một số ít các nhà đầu tư đặc biệt:

A. Tất cả các khoản đầu tư có thể được giới hạn trong các loại cổ phiếu tăng trưởng đã được lựa chọn, ví dụ như Dow, Du Pont hay IBM. Nhà đầu tư sẽ đặt kỳ vọng tối thiểu vào năm loại cổ phiếu tăng trưởng. Có nghĩa là anh ta sẽ đầu tư không quá 20% tổng số vốn ban đầu vào bất cứ loại cổ phiếu nào trong những loại này. Nhưng như vậy không có nghĩa là nhà đầu tư sẽ phải lo lắng nếu một loại cổ phiếu tăng giá nhanh hơn những loại còn lại, sau mười năm cổ phiếu đó chiếm 40% tổng giá trị danh mục.

Nhà đầu tư có 20% lượng vốn ban đầu trong mỗi công ty như hướng dẫn phải đảm bảo là dòng sản phẩm của năm công ty này chỉ có sự tương đồng rất nhỏ. Ví dụ, nếu Dow là một trong năm công ty anh ta lựa chọn thì việc Du Pont có thể là một công ty khác mà anh ta lựa chọn không có gì là khó hiểu. Sản phẩm của hai công ty hầu như không trùng lặp nhau hay cạnh tranh với nhau. Nếu như nhà đầu tư mua Dow và một số công ty có cùng lĩnh vực hoạt động, vẫn có thể coi là hợp lý miễn là có đủ lý do xác đáng. Sở hữu hai cổ phiếu hoạt động tương tự nhau có thể sẽ mang lại nhiều lợi nhuận sau nhiều năm. Tuy nhiên, trong trường hợp đó sự đa dạng hóa ở mức thấp trầm trọng, bởi vậy nên cảnh giác với những vấn đề có thể tác động đến ngành dự định đầu tư.

B. Khoản đầu tư có thể bao gồm các loại cổ phiếu của những công ty trẻ tăng trưởng với độ rủi ro rất cao và cổ phiếu được các tổ chức mua. Đó là các công ty có đội ngũ quản lý tốt chứ không chỉ do một người phụ trách với doanh số nằm giữa 15 triệu đô-la hay 100 triệu đô-la một năm, và có chỗ đứng vững chắc trong ngành. Ít nhất hai công ty loại này sẽ phải tương đương một công ty thuộc loại A. Nói cách khác, nếu chỉ có các công ty nhóm B, nhà đầu tư sẽ bắt đầu đầu tư với 10% vốn cho mỗi công ty. Do đó, tổng số cổ phiếu anh ta có sẽ là 10 loại. Tuy nhiên, các công ty thuộc nhóm này đôi khi có những thay đổi đáng kể tùy theo mức độ rủi ro. Sẽ khôn ngoan hơn nếu chúng ta đầu tư 8% nguồn vốn ban đầu chứ ko phải là 10% vào các công ty tồn tại mức rủi ro cao hơn. Trong bất cứ trường hợp nào, việc lựa chọn mua chứng khoán ở các công ty loại này để quyết định mức đầu tư từ 8-10% tổng số vốn đầu tư ban đầu – khác với 20% đối với nhóm A – cũng có thể cung cấp cơ sở cho mức độ đa dạng tối thiểu cần thiết.

Các nhà đầu tư thường khó nhận ra các công ty loại B hơn là các công ty loại A hay các cổ phiếu được nhà đầu tư tổ chức mua. Bởi vậy, tôi sẽ cung cấp một bản mô tả ngắn gọn một đến hai công ty như vậy (tôi đã có cơ hội quan sát khá sát sao và có thể xem chúng như những ví dụ điển hình).

Công ty loại B đầu tiên mà tôi đề cập là P.R. Mallory. Tôi đã nhận xét như sau:

"P.R. Mallory & Co. Inc., có một mức độ đa dạng hóa nội tại đáng ngạc nhiên. Các sản phẩm cơ bản của công ty là linh kiện ngành điện và điện tử, kim loại đặc biệt và pin. Đối với các dòng sản phẩm quan trọng hơn, công ty là một nhân tố lớn trong các ngành tương ứng và là nhà sản xuất lớn. Nhiều sản phẩm như linh kiện điện tử hay kim loại đặc biệt phục vụ cho một số lĩnh vực hoạt động phát triển cực nhanh của ngành công nghiệp Mỹ, tất cả những dấu hiệu đó đều cho thấy khả năng phát triển lâu dài của Mallory. Trong vòng mười năm doanh thu đã tăng lên gần gấp bốn lần, đạt 80 triệu đô-la vào năm 1957, trong đó khoảng 1/3 lượng tăng lên nhờ các vụ chuyển nhượng từ bên ngoài và khoảng 2/3 là do tăng trưởng nội bộ.

Biên lợi nhuận trong giai đoạn này thấp hơn một chút so với mức mà nhà đầu tư có thể hài lòng về công ty loại B, một phần là do các khoản chi vượt mức trung bình dành cho nghiên cứu. Nhưng quan trọng hơn, những bước được tiến hành đã chỉ ra dấu hiệu tiến bộ trong yếu tố tốn kém này. Dưới sự lãnh đạo của một giám đốc năng động cùng với đội ngũ quản lý trình độ cao, họ đã có những bước phát triển quan trọng về chiều sâu trong những năm vừa qua. Cổ phiếu của Mallory tăng gấp năm lần về giá trị trong suốt mười năm từ năm 1946-1956 và thường bán ở mức P/E là 15.

Có lẽ một trong những nhân tố quan trọng nhất của khoản đầu tư khôn ngoan Mallory không phải nằm ở bản thân công ty mà ở 1/3 lợi ích từ Mallory-Sharon Metals Corporation. Liên doanh Mallory là sự hợp nhất giữa hai công ty Mallory-Sharon Titanium Corporation – một nửa do P.R. Mallory & Co. sở hữu, và công ty National Distillers chuyên về nguyên vật liệu thô trong cùng ngành. Công ty mới sẽ là một trong những nhà sản xuất titanium với chi phí thấp nhất và do đó đóng một vai trò quan trọng trong khả năng phát triển của ngành công nghiệp non trẻ này. Năm 1958, công ty mới đang hy vọng sẽ bắt đầu quá trình thương mại hóa sản phẩm quan trọng ziriconium và tìm ra cách thức thương mại hóa cho các loại kim loại mới quý hiếm khác như tantalum và columbium. Công ty này có tiềm năng sẽ trở thành nhà sản xuất hàng đầu không phải đối với một mà là một loạt các sản phẩm kim loại hứa hẹn sẽ có vai trò ngày càng quan trọng trong thời đại nguyên tử, hóa học và tên lửa. Như vậy công ty này có thể là tài sản giá trị để nâng cao mức tăng trưởng sẵn có ở Mallory."

Nếu tôi viết những lời này vào thời điểm hiện tại (hai năm sau đó), có lẽ tôi sẽ viết khác đi một chút. Tôi sẽ giảm một chút nhiệt huyết khi ca ngợi sự đóng góp của Mallory-Sharon Metals Corporation. Những điều tôi dự tính cách đây hai năm vẫn xảy ra. Tuy nhiên, tôi tin rằng sẽ mất nhiều thời gian hơn để tìm kiếm và phát triển thị trường đủ lớn cho titanium.

Trái lại, tôi sẽ có xu hướng đề cao bản thân công ty Mallory bằng với mức mà tôi đã hạ thấp vai trò của nó. Xu hướng tăng cường quản lý theo chiều sâu mà tôi đề cập ở trên đã có những tiến triển quan trọng trong giai đoạn này. Mặc dù Mallory là nhà cung cấp chi tiết máy cho các ngành sản xuất những sản phẩm có độ bền cao – lĩnh vực chắc chắn bị thiệt hại, nhưng đội ngũ quản lý đã chứng tỏ sự khôn ngoan khác thường khi thay đổi điều kiện của năm 1958 và giữ thu nhập ở mức 1,89 đô-la mỗi cổ phần (thời điểm cao nhất cách đó một năm là 2,06 đô-la). Thu nhập quay trở lại mức cũ ngay trong năm 1959 và hứa hẹn sẽ đạt những mức kỷ lục mới trong năm đó – khoảng 2,75 đô-la mỗi cổ phần. Hơn thế nữa, các khoản thu nhập này có được nhờ chi phí của các chi nhánh mới giảm tuy vẫn còn khá lớn. Điều này hứa hẹn lợi nhuận sẽ tăng trưởng ở mức cao vào năm 1960 nếu như điều kiện kinh tế nói chung vẫn tốt.

Cổ phiếu của Mallory là một trong số ít ví dụ được nêu trong cuốn sách này mà cho đến nay thuộc tình trạng kém hơn so với thị trường nói chung. Mặc dầu công ty đã thành công hơn các đối thủ trong cuộc cạnh tranh với các công ty Nhật về lĩnh vực sản xuất linh kiện điện tử, mối đe dọa này chính là nguyên nhân dẫn đến việc cổ phiếu kém hiệu quả hơn trên thị trường. Một lý do khác có thể là giới tài chính không còn hứng thú đầu tư vào những lĩnh vực khó xếp loại và liên quan đến quá nhiều ngành. Tuy nhiên, điều này có thể thay đổi, đặc biệt là khi họ nhận ra rằng sản phẩm pin thu nhỏ không quá tụt hậu so với các lĩnh vực có sự tăng trưởng kỳ diệu vì lĩnh vực này sẽ phát triển với tốc độ cao cùng xu hướng thu nhỏ kích thước trong ngành điện

tử. Tại bất cứ mức giá nào, vào thời điểm ấn bản đầu tiên được xuất bản, cổ phiếu này luôn được bán ở mức 35 đô-la, sau khi đã trả 2% cổ tức thì giá cổ phiếu hiện tại là 371/4 đô-la.

Bây giờ, chúng ta hãy xem xét các ví dụ khác thuộc nhóm B. Trong ấn bản đầu tiên tôi đã viết như sau:

"Beryllium Corporation là một ví dụ khác của nhóm B. Cái tên này đã khiến những người thiếu thông tin nghĩ rằng công ty được thành lập chưa lâu, và do đó cổ phiếu của Beryllium sẽ có mức độ rủi ro cao hơn mức độ thực tế của nó. Tuy nhiên, đây là nhà sản xuất với chi phí thấp, công ty duy nhất sản xuất hợp kim cao cấp đồng beryllium và nhôm beryllium, đồng thời vận hành các nhà máy sản xuất mà ở đó hợp kim cao cấp được làm thành que, thanh, dải, chất liệu ép… và sản xuất công cụ thành sản phẩm hoàn chỉnh. Doanh thu tăng lên khoảng sáu lần trong suốt mười năm, cho đến năm 1957 đạt khoảng 16 triệu đô-la. Doanh thu ngành điện tử, máy tính và các ngành khác tăng lên hứa hẹn công ty sẽ tăng trưởng nhanh trong những năm tới. Nhiều sản phẩm có công dụng mới mang tầm quan trọng như khuôn rập làm bằng đồng beryllium bắt đầu tạo ra doanh thu đáng kể. Dường như tỷ lệ tăng trưởng ở mức tốt trong mười năm qua là một tín hiệu cho những gì sẽ xảy ra sắp tới. Điều này khẳng định chỉ số P/E sẽ ở mức khoảng 20, mức mà chứng khoán thường xuyên được bán trong vòng năm năm qua.

Tại một cuộc họp báo dự đoán viễn cảnh quan trọng trong thập niên 1960, Rand Corporation – một chi nhánh nghiên cứu nổi tiếng của Không lực Hoa Kỳ cho biết sự tăng trưởng sẽ còn tiếp diễn trong nhiều năm tới nhờ kim loại beryllium sẽ trở thành vật liệu xây dựng. Ngoài ra, Rand Corporation đã dự đoán chính xác sự phát triển trong ngành titanium không lâu sau chiến tranh.

Việc nhanh chóng hơn cả thị trường tiêu thụ sản phẩm beryllium với vai trò là vật liệu xây dựng, năm 1958 sẽ chứng kiến công ty sản xuất một loại sản phẩm khác mang thương hiệu mới. Đó chính là kim loại beryllium dành cho mục đích nguyên tử được sản xuất trong một nhà máy hoàn toàn cách biệt với các dây chuyền sản xuất hợp kim cao cấp cũ theo các hợp đồng dài hạn với Ủy ban Năng lượng Nguyên tử. Nó cho thấy những tín hiệu về tương lai phát triển của ngành nguyên tử mà cả chính phủ và các ngành tư nhân khác đều có nhu cầu. Đội ngũ quản lý luôn sẵn sàng. Trên thực tế, công ty này đã thỏa mãn 15 tiêu chí xét trên tất cả các khía cạnh trừ một khía cạnh duy nhất có sai sót, đã và đang tiến hành sửa đổi.

Trường hợp Mallory, trong hai năm qua cổ phiếu có cả những lúc tăng và giảm. Tuy nhiên, sự tăng trưởng ngoạn mục vượt xa những tín hiệu không mong đợi, và công ty đã chứng tỏ mình là một khoản đầu tư đúng đắn. Những tín hiệu không đáng mong đợi đó là triển vọng phát triển

khuôn bằng đồng beryllium có vẻ như đã mất đi sự hấp dẫn, trong dài hạn sự phát triển hoạt động chế tạo loại hợp kim hoàn chỉnh sẽ không nhanh như tôi đã mô tả. Ngoài ra, nhu cầu nguyên tử đối với kim loại beryllium trong những năm tới sẽ có thể ít hơn trước đây. Tuy nhiên, hiện đang có những dấu hiệu quan trọng hơn đảm bảo sẽ có một sự tăng trưởng đáng kể về nhu cầu kim loại beryllium phục vụ cho nhiều mục đích khác nhau của lĩnh vực hàng không. Chúng đã bắt đầu xuất hiện tại rất nhiều công ty với nhiều loại sản phẩm khác, không ai có thể dự đoán chắc chắn về giới hạn phát triển. Tuy nhiên, điều này có lẽ cũng không hoàn toàn đáng mong đợi như đánh giá bởi lĩnh vực này quá hấp dẫn, vì vậy nguy cơ xuất hiện sự đột phá lớn về công nghệ mang tính cạnh tranh có thể xuất phát từ các công ty không nằm trong lĩnh vực đó. Tuy nhiên, may mắn thay, công ty có khả năng đạt những bước phát triển dài trong việc đẩy mạnh tiềm lực của mình ở tiêu chí mà nó yếu nhất trong số 15 tiêu chí đã nói ở trên. Đó là các vấn đề về hoạt động nghiên cứu.

Xét ở một khía cạnh nào đó, dù không hiểu rõ lắm nhưng tôi tin rằng một số công ty khác có đội ngũ quản lý, vị trí thương mại, triển vọng phát triển và các tính chất khác mà có thể coi là các ví dụ điển hình của nhóm B: Foote Minerals Company, Friden Calculating Machine Co. Inc. và Sprague Electric Company. Mỗi công ty đều tỏ ra là địa điểm đầu tư đáng mong đợi đối với nhà đầu tư nắm giữ cổ phần trong nhiều năm. Sprague Electric tăng giá trị gấp bốn lần trong suốt giai đoạn 1947-1957. Cổ phiếu của Friden được phát hành lần đầu vào năm 1954, nhưng chưa đến ba năm đã tăng gấp 2,5 lần. Đến năm 1957, nó đã được bán ở mức giá gấp hơn bốn lần so với mức mà giao dịch OTC phổ biến một năm trước khi phát hành ra công chúng. Sự tăng giá này thỏa mãn mong đợi của các nhà đầu tư tuy nhiên vẫn không đáng kể so với những gì xảy ra đối với cổ phiếu của Foote Minerals Company. Cổ phiếu này được niêm yết vào năm 1957 trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York. Trước thời điểm đó người ta đã tiến hành mua bán loại cổ phiếu ngoài sàn vào năm 1947, lần phát hành đầu tiên (IPO). Lúc đó, cổ phiếu của công ty này được giao dịch ở mức 40 đô-la một cổ phần. Do cổ tức và việc chia tách cổ phiếu, một nhà đầu tư mua 100 cổ phần vào năm 1947 và nắm giữ cho đến bây giờ sẽ có 2.400 cổ phần. Cổ phiếu vừa được bán ở giá khoảng 50 đô-la.

C. Cuối cùng là các công ty nhỏ không đảm bảo khả năng thu được tiền khi thành công, nhưng chắc chắn sẽ mất sạch vốn nếu công ty thất bại. Trong chương khác, tôi đã chỉ ra vì sao tôi tin rằng số lượng các chứng khoán loại này (nếu có) trong danh mục đầu tư sẽ thay đổi tùy theo từng trường hợp và mục tiêu của nhà đầu tư. Tuy nhiên, nếu đầu tư vào loại chứng khoán này, tôi khuyên bạn nên tuân thủ hai nguyên tắc quan trọng và bổ ích liên quan đến chúng. Thứ nhất, không bao giờ đầu tư tiền vào những công ty mà bạn không chịu được khả năng thua lỗ. Thứ hai, nhà đầu tư lớn không nên sử dụng quá 5% vốn vào một trong những công ty như vậy

trong lần đầu tư đầu tiên. Một trong những rủi ro của nhà đầu tư nhỏ là số vốn quá ít để có thể vừa đạt được triển vọng đáng kinh ngạc khi đầu tư loại cổ phiếu này vừa thu được lợi ích từ việc đa dạng hoá đúng mức.

Trong ấn bản đầu tiên, tôi có nhắc đến Ampex vào năm 1953 và Elox vào năm 1956 là ví dụ về những công ty có tiềm năng khổng lồ nhưng mức rủi ro rất cao, thuộc nhóm chứng khoán loại C. Những công ty này đã phát triển như thế nào kể từ thời điểm đó? Năm 1957, giá cổ phiếu Elox là 10 đô-la, còn hiện nay là 75/8 đô-la. Trái lại, hoạt động của Ampex trên thị trường vẫn đang ở mức phát triển thịnh vượng và là minh chứng lý giải tại sao một khi đội ngũ quản lý tài tình chứng tỏ năng lực của mình và những điều kiện cơ bản không hề thay đổi thì không bao giờ được bán cổ phần chỉ bởi nó đang đạt mức tăng rất lớn và tạm thời được định giá cao. Thảo luận về việc nghiên cứu trong Chương 3, tôi có đề cập tới việc sau bốn năm đầu phát hành kể từ năm 1953, cổ phiếu của Ampex đã tăng lên 700%. Khi tôi hoàn thành ấn bản đầu tiên, giá của nó là 20 đô-la – sau khi chia tách với tỷ lệ 2,5:1. Ngày nay, nhờ doanh thu và thu nhập tăng liên tục năm này qua năm khác cùng với 80% doanh thu hiện tại mà cách đây bốn năm không thể đạt được, giá cổ phiếu Ampex bây giờ là 1071/2 đô-la. Con số này cho thấy nó đã tăng 437% chỉ trong vòng hơn hai năm và hơn 3.500% trong vòng sáu năm. Nói cách khác, nếu đầu tư 10.000 đô-la vào công ty Ampex năm 1953, hiện nay nó sẽ tạo ra giá trị thị trường hơn 350.000 đô-la. Một công ty chứng tỏ được khả năng sẽ giành từ thắng lợi này đến thắng lợi khác trong lĩnh vực công nghệ và kinh doanh.

Các trường hợp khác tuy có thông tin hơn nhưng tôi tin rằng có thể sẽ thuộc loại này là Litton Industries, Inc. và Metal Hydrides. Tuy nhiên, một đặc điểm của công ty loại này mà bạn luôn phải nhớ là tính đa dạng hóa. Chúng có quá nhiều rủi ro cũng như triển vọng. Công ty có thể thất bại nhưng cũng có thể phát triển về vị thế, khả năng quản lý cũng như gia tăng lợi thế cạnh tranh đến mức có thể chuyển từ loại C sang loại B.

Nếu xảy ra điều đó, thị giá của các cổ phiếu này thường tăng nhanh bất ngờ tới mức chúng có thể chiếm một tỷ lệ đáng kể trong danh mục đầu tư. Tuy nhiên, cổ phiếu loại B an toàn hơn rất nhiều so với cổ phiếu loại C, chúng có thể mang lại giá trị lớn hơn mà không phải từ bỏ việc đa dạng hóa. Bởi vậy, nếu công ty thay đổi theo hướng này thì hầu như chẳng có lý do nào để bán các cổ phiếu như vậy. Nếu có bán thì cũng không phải vì thị giá tăng lên khiến giá trị cổ phiếu này chiếm một tỷ lệ quá lớn trong tổng số cổ phiếu nắm giữ.

Một ví dụ về sự chuyển đổi từ loại hình công ty C sang loại hình công ty B, là trường hợp Ampex với những diễn biến trong suốt giai đoạn 1956-1957. Khi công ty tăng quy mô lên gấp ba và lợi nhuận tăng ở mức còn nhanh hơn, thị trường máy ghi âm lẫn linh kiện mở rộng và phát triển,

công ty sẽ tăng sức mạnh nội tại của mình đến một mức mà có thể được xếp vào loại B. Khi đó, nó không còn mang trong mình nhân tố rủi ro ở mức cao như thời điểm đầu tư. Khi đạt đến mức này, tỷ lệ phần trăm lớn hơn của tổng lượng giá trị đầu tư vào Ampex sẽ không vi phạm các nguyên tắc về đa dạng hóa ở mức độ phù hợp.

Mặt khác của vấn đề đa dạng hóa là gì? Có lý do nào khiến nhà đầu tư không nên đa dạng hóa ở mức cao hơn mức hợp lý mà tôi đã đề cập ở trên? Chẳng có lý do nào cả, miễn là các chứng khoán tăng thêm có độ hấp dẫn, khả năng tăng trưởng và rủi ro liên quan tương đương với lượng chứng khoán tối thiểu đang nắm giữ. Chúng cũng nên tương đương nhau về khả năng theo dõi và quan sát của nhà đầu tư. Tuy nhiên, nhà đầu tư có đầu óc thực tế thường nhận ra rằng anh ta nên tìm kiếm các khoản đầu tư có giá trị thay vì lựa chọn quá nhiều. Nhà đầu tư không chuyên thường tìm kiếm các công ty ít được biết đến nhiều hơn mức thật sự cần và không có đủ thời gian để có thể theo dõi sát sao chúng.

Thông thường, một danh sách dài các chứng khoán không phải là một dấu hiệu của nhà đầu tư thông minh mà là dấu hiệu của người không tin vào bản thân. Nếu nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu ở quá nhiều công ty mà anh ta không thể giữ liên lạc với bộ máy quản lý của các công ty đó một cách trực tiếp hoặc gián tiếp, anh ta có nhiều khả năng kết thúc các khoản đầu tư của mình trong một tình trạng tồi tệ so với việc sở hữu cổ phiếu ở một vài công ty. Một nhà đầu tư thường có xu hướng mắc sai lầm và cần phải có mức độ đa dạng hóa cần thiết để nếu xảy ra sự cố thì sẽ không gây thiệt hại quá lớn. Tuy nhiên, bên cạnh đó anh ta cần cẩn trọng tránh không sở hữu số lượng cổ phiếu nhiều nhất, mà nên là số lượng cổ phiếu tốt nhất. Nhắc tới cổ phiếu thường, rất nhiều khoản đầu tư quá nhỏ là một sự thay thế tồi cho một vài khoản đầu tư có giá trị.

2. Đừng e ngại mua vì lo sợ chiến tranh

Những người có trí tưởng tượng phong phú đặc biệt thích cổ phiếu thường. Sức tưởng tượng của chúng ta thường bị tác động mạnh bởi sự khủng khiếp của chiến tranh trong thời hiện đại. Kết quả là mỗi lần những căng thẳng quốc tế dẫn đến mối đe dọa chiến tranh hay một cuộc chiến thật sự, thì cổ phiếu thường luôn phản ánh những điều đó. Đây là một hiện tượng tâm lý hầu như chẳng mấy liên quan đến vấn đề tài chính.

Bất cứ ai cũng cảm thấy kinh hoàng trước những tiếng la hét và nỗi đau mà các cuộc chiến tranh thảm khốc gây ra. Trong thời đại nguyên tử ngày nay, nỗi lo sợ của chúng ta về sự an toàn của mình và người thân ngày càng gia tăng. Nỗi lo lắng, chán ghét với tương lai mờ mịt phía trước có thể dẫn đến những đánh giá sai lệch về các yếu tố thuần kinh tế. Những nỗi lo sợ về sự phá

hủy hàng loạt tài sản, tăng thuế để bổ sung công quỹ và những can thiệp của chính phủ vào kinh doanh… choáng ngợp cách chúng ta nghĩ về những vấn đề tài chính. Những người đầu tư trong trạng thái như vậy thậm chí còn dễ bỏ qua một số ảnh hưởng kinh tế căn bản.

Kết quả luôn giống nhau. Trong suốt thế kỷ XX, gần như bất cứ khi nào nổ ra các cuộc chiến tranh lớn ở bất cứ đâu, hay bất cứ khi nào Mỹ tham chiến, thì thị trường chứng khoán Mỹ luôn có xu hướng sụt giảm mạnh. Trường hợp ngoại lệ duy nhất là khi Chiến tranh thế giới thứ hai nổ ra vào tháng 9 năm 1939. Khi đó, sau một đợt tăng giá ngắn ngủi nhờ các hợp đồng chiến tranh béo bở khi Mỹ đang còn trung lập, thị trường lại nhanh chóng đi theo chu trình đi xuống điển hình, một chu trình mà vài tháng sau đã trở thành nỗi hoảng loạn khi ngày càng có nhiều thông tin về chiến thắng của phát xít Đức. Tuy nhiên, vào khi tất cả các cuộc chiến thật sự chấm dứt – bất kể là Chiến tranh thế giới thứ nhất, Chiến tranh thế giới thứ hai hay cuộc Chiến tranh Triều Tiên – hầu hết các cổ phiếu đều bán ở mức cao hơn nhiều so với thời điểm trước khi có bất cứ suy nghĩ hay dự đoán nào về chiến tranh. Hơn nữa, ít nhất là đến mười lần trong 20 năm qua, tin tức từ những cuộc khủng hoảng mang tầm quốc tế khác đã tạo ra mối đe dọa xảy ra đại chiến. Trong mọi trường hợp, cổ phiếu đều sụt giảm mạnh khi xuất hiện nỗi lo sợ nguy cơ chiến tranh và phục hồi nhanh chóng khi những nỗi lo sợ đó qua đi.

Những điều gì mà nhà đầu tư bỏ qua đã dẫn đến việc bán tống bán tháo cổ phiếu do lo sợ chiến tranh và do chiến tranh nổ ra, mặc dù sau khi chiến tranh kết thúc, hầu như giá cổ phiếu luôn tăng lên chứ không phải giảm xuống? Họ quên mất rằng giá cổ phiếu là các định giá thể hiện bằng tiền. Chiến tranh hiện đại luôn khiến các chính phủ phải chi tiêu nhiều hơn mức có thể thu được từ các công dân nộp thuế khi cuộc chiến vẫn đang tiếp diễn. Hệ quả là lượng tiền tăng lên gấp bội nên các đơn vị tiền tệ riêng như đồng đô-la bị giảm giá trị so với trước. Phải mất một lượng đô-la lớn hơn để mua cùng một lượng cổ phiếu. Tất nhiên, đây cũng là một dạng thông thường của lạm phát.

Nói cách khác, chiến tranh luôn tác động xấu đến tiền. Bán cổ phiếu vào thời điểm có nguy cơ chiến tranh hay thời điểm cuộc chiến thật sự xảy ra để thu tiền mặt là một cách đầu tư hết sức ngốc nghếch. Trên thực tế, bạn chỉ nên làm ngược lại. Nếu nhà đầu tư chuẩn bị quyết định mua một loại cổ phiếu thường nào đó và nỗi lo sợ một cuộc chiến tranh tổng lực nổ ra làm sụt giá, anh ta nên làm ngơ tâm lý lo sợ lúc đó và cương quyết mua vào. Đây là thời điểm không nên sở hữu quá nhiều tiền mặt. Tuy nhiên, đây mới thật sự là vấn đề. Anh ta nên mua với tốc độ như thế nào? Cổ phiếu sẽ sụt giảm đến mức nào? Nếu như nhân tố làm giá giảm là nỗi lo sợ nguy cơ chiến tranh chứ không phải cuộc chiến thật sự xảy ra, thì không có cách nào để đoán biết. Nếu chiến tranh thật sự nổ ra thì giá chắc chắn sẽ còn xuống thấp (có thể là thấp hơn rất nhiều). Bởi vậy, nếu mới chỉ có nguy cơ chiến tranh thì việc cần làm là mua vào nhưng với tốc độ chậm dần

lại và ở quy mô nhỏ. Còn nếu chiến tranh xảy ra, hãy tăng tốc độ mua lên đáng kể. Bạn chỉ cần chắc chắn là đang mua cổ phiếu của các công ty mà nhu cầu sản phẩm hoặc dịch vụ của họ vẫn tăng lên trong thời gian chiến tranh hay những công ty đó có thể điều chỉnh cơ sở vật chất cho phù hợp với sản xuất thời chiến. Nhờ có những dây chuyền sản xuất linh hoạt, ngày nay nếu chiến tranh xảy ra phần đa các công ty đều có thể đạt được tiêu chuẩn đó.

Có phải cổ phiếu thật sự trở nên có giá trị hơn trong thời gian chiến tranh, hay chỉ là đồng tiền mất giá? Điều đó còn tùy thuộc vào từng hoàn cảnh cụ thể, vào việc thắng hay bại. Trong chiến tranh, đặc biệt là chiến tranh hiện đại, đồng tiền và cổ phiếu của bên bại trận có thể trở nên hầu như hoặc hoàn toàn vô giá trị.

Nói cách khác, kết quả thắng bại sẽ làm diễn biến trong giá trị thực của cổ phiếu thay đổi tùy theo từng cuộc chiến và bản thân từng loại cổ phiếu. Trong chiến tranh thế giới thứ nhất, khi hàng loạt khoản tiết kiệm khổng lồ trước chiến tranh của Anh và Pháp ồ ạt đổ vào Mỹ, hầu hết các cổ phiếu có khả năng tăng giá trị thực lên cao hơn cả khi giả sử đó là giai đoạn hòa bình. Tuy nhiên đây chỉ là trường hợp không lặp lại. Nếu định giá theo đồng đô-la – hay giá trị thực của cổ phiếu – thì cổ phiếu của Mỹ trong cả Chiến tranh thứ nhất và Chiến tranh Triều Tiên rõ ràng không thể hấp dẫn đến thế nếu đó là vào thời bình. Bên cạnh những khoản thuế cắt cổ, thì rất nhiều nỗ lực đã bị đi chệch hướng khi chuyển từ những dòng sản phẩm sinh lợi cao trong thời bình, sang sản phẩm phục vụ quốc phòng có biên lợi nhuận rất thấp. Nếu công sức nghiên cứu đổ vào các dự án quốc phòng này được đầu tư vào những dòng sản thông thường thời bình, thì lợi nhuận của cổ đông có lẽ sẽ lớn hơn rất nhiều. Lý do để mua chứng khoán khi chiến tranh xảy ra hay khi có nỗi lo sợ nguy cơ chiến tranh không phải là vì bản thân cuộc chiến đó lại có khả năng sinh lợi cho cổ đông Mỹ. Lý do chỉ là vì tiền đã giảm giá trị, dẫn đến giá cổ phiếu thể hiện bằng tiền luôn tăng lên.

3. Không nên sa vào những vấn đề không thật sự quan trọng

Có một thực tế là rất nhiều nhà đầu tư thường đặt sự chú ý quá mức vào những con số thống kê tài chính, các bản báo tài chính bề ngoài.

Trong số các bản thống kê như vậy, trước tiên phải kể đến các bảng giá của một cổ phiếu trong các năm trước đó. Vì một số lý do, điều đầu tiên nhiều nhà đầu tư muốn thấy nhất khi xem xét mua một cổ phiếu là bảng thống kê mức giá cao nhất và thấp nhất của cổ phiếu trong từng năm của giai đoạn 5-10 năm gần nhất. Sau một hồi tính toán, họ chọn ra một con số chẵn tròn làm mức giá mà họ định trả cho cổ phiếu định mua.

Cách làm này thật phi logic và nguy hiểm về mặt tài chính. Nó nguy hiểm bởi vì nó quá tập trung vào những vấn đề không thật sự quan trọng và lạc trọng tâm vấn đề. Điều đó thường khiến nhà đầu tư bỏ qua những khoản đầu tư có khả năng sinh lợi cao và sa vào những khoản đầu tư mang lại lợi nhuận thấp hơn rất nhiều. Để hiểu được vấn đề này, chúng ta cần phải xem xét tại sao những diễn biến về mặt tinh thần này nghe rất phi logic.

Điều gì tạo ra mức giá bán ra của cổ phiếu? Chính là sự định giá chung tại thời điểm cổ phiếu bán ra của tất cả những người liên quan nghĩ rằng mức giá đó thể hiện giá trị chuẩn xác của cổ phiếu. Đó chính là đánh giá tổng hợp của tất cả những người mua và người bán tiềm năng về triển vọng của công ty, dựa trên số cổ phiếu mà mỗi người mua hay người bán có ý định mua hoặc bán, trong mối tương quan với những đánh giá tương tự về các công ty khác trong cùng thời điểm. Đôi khi những thứ như tính thanh khoản sẽ tạo ra những dao động nhỏ trong mức giá này. Đó là khi một cổ đông lớn đưa cổ phiếu của mình ra thị trường vì những lý do không hề liên quan trực tiếp đến quan điểm của người bán về giá trị thực của cổ phiếu, ví dụ: thanh lý tài sản hay trả nợ. Tuy nhiên những tác động như vậy thường chỉ tạo ra thay đổi nhỏ trong đánh giá tổng hợp về mức giá của cổ phiếu đó, bởi thường thì những nhà đầu tư săn cổ phiếu giá rẻ sẽ nhảy vào tận dụng tình huống này, và do đó tình huống sẽ tự điều chỉnh.

Vấn đề thật sự quan trọng ở đây chính là mức giá trên được dựa trên cơ sở những nhận định hiện thời về tình huống đó. Khi những thay đổi trong tình hình công ty đó được mọi người biết đến, những nhận định này sẽ phản ứng tích cực hoặc tiêu cực hơn ở những mức độ khác nhau. Xét trong tương quan với các cổ phiếu khác, những cổ phiếu này có thể tăng lên hoặc giảm xuống. Nếu nhận định chính xác các nhân tố được lựa chọn đánh giá, sự tăng, giảm giá cổ phiếu sẽ duy trì lâu. Nếu có thêm những nhân tố như vậy cùng loại tiếp tục phát triển, giới tài chính sẽ dần dần nhận ra chúng. Nếu điều này xảy ra, cổ phiếu sẽ biến động tăng hoặc giảm mạnh hơn.

Bởi vậy, mức giá bán của cổ phiếu cách đây bốn năm có thể ảnh hưởng rất ít hoặc không hề liên quan đến mức giá bán hiện tại của nó. Công ty có thể đã đào tạo được một đội ngũ chuyên viên điều hành mới có trình độ, phát triển một loạt các sản mới và lợi nhuận cao hoặc bất kỳ thuộc tính nào khiến giá trị thực chất của cổ phiếu này xét trong tương quan với các cổ phiếu khác tăng gấp bốn lần mức cách đây bốn năm. Hoặc cũng có thể công ty rơi vào tay một ban quản lý yếu kém về trình độ và thụt lùi lại rất xa trong cuộc cạnh tranh mà cách duy nhất cứu vãn nổi tình hình là huy động thêm một lượng vốn lớn. Hệ quả là giá trị cổ phần giảm đến mức hiện tại cổ phiếu không đáng giá bằng 1/4 mức giá cách đây bốn năm.

Đặt trong bối cảnh này, ta có thể lý giải tại sao nhiều nhà đầu tư thường bỏ qua những cổ phiếu có thể mang lại mức lợi nhuận khổng lồ trong tương lai để giữ lại những cổ phiếu mà mức lợi

nhuận tương lai sẽ giảm xuống. Bởi quá quan tâm đến tình huống "cổ phiếu vẫn chưa tăng giá", họ mua vào một cách vô thức với ảo tưởng rằng tất cả các cổ phiếu sẽ đều tăng tới cùng một mức và những cổ phiếu đã tăng nhiều rồi thì không thể tăng hơn được nữa, ngược lại, những cổ phiếu chưa tăng sẽ có lúc tăng lên đúng mức đó. Thực tế là việc một cổ phiếu đã tăng hay chưa trong một số năm trước không hề quan trọng với quyết định mua cổ phiếu đó. Vấn đề thật sự quan trọng ở đây chính là liệu đã có đủ sự cải tiến được tiến hành hoặc sẽ được tiến hành trong tương lai để có thể đảm bảo cho một mức giá cao hơn hẳn so với mức giá hiện thời không.

Tương tự như vậy, không ít nhà đầu tư sẽ dựa chủ yếu vào mức thu nhập trên mỗi cổ phần trong vòng năm năm gần nhất để đưa ra quyết định mua. Chỉ quan sát thu nhập trên mỗi cổ phần và quan trọng hóa các mức thu nhập của bốn hoặc năm năm trước là một việc lãng phí công sức. Chỉ cần hiểu rằng việc bốn hay năm năm trước thu nhập trên mỗi cổ phần của một công ty gấp bốn hay bằng 1/4 của năm nay hầu như không có vai trò quan trọng khi xác định nên mua hay bán một cổ phiếu. Biết được những gì có thể sẽ xảy ra trong vài năm tới mới thật sự quan trọng.

Nhà đầu tư nào luôn chìm ngập trong các bản báo cáo, phân tích, hầu như sẽ chỉ chăm chăm nhìn vào các con số về giá trong năm năm trước đó. Tuy nhiên, anh ta nên biết rằng vấn đề cần quan tâm là thu nhập trong vòng năm năm tới, chứ không phải của năm năm trước. Một lý do khác khiến nhà đầu tư quan tâm đến những con số trong quá khứ là bởi không khó khăn gì để xác minh chúng có đúng hay không. Bởi vậy, người ta không ngừng cố gắng lấp đầy càng nhiều càng tốt các khoảng trống trong bản báo cáo bằng những dữ liệu không thể bàn cãi, cho dù chúng có quan trọng hay không. Còn hàng loạt lý do khác khiến các nhà đầu tư quan tâm đến những con số của quá khứ. Họ không đủ sức hình dung giá trị thực của một số loại hình công ty hiện đại có thể thay đổi lớn đến thế nào chỉ trong vài năm sau đó. Bởi vậy, họ tin rằng những bản kế toán chi tiết về những gì đã xảy ra năm trước trong báo cáo thu nhập sẽ phác ra cho họ bức tranh chân thực về những gì sẽ xảy ra trong năm tới. Điều này có thể đúng với một số nhóm các công ty đã ổn định, ví dụ các công ty dịch vụ công cộng. Còn đối với loại hình doanh nghiệp mà tôi tin là có khả năng đem lại khoản lợi nhuận đầu tư cao nhất, thì có thể suy nghĩ trên hoàn toàn sai lầm.

Tôi sẽ làm rõ điều này bằng một ví dụ rất điển hình của việc tập trung vào sự kiện mà tôi từng chứng kiến. Mùa hè năm 1956, giới đầu tư có cơ hội mua một lượng lớn cổ phiếu của Texas Instruments, Inc. từ một số quan chức chủ chốt và cũng nằm trong số những cổ đông lớn nhất của công ty. Khi nghiên cứu kỹ về công ty này, chúng ta sẽ thấy nó không chỉ thỏa mãn mà còn vượt xa 15 tiêu chí chọn cổ phiếu. Lý do bán cổ phiếu của các quan chức này cũng hoàn toàn hợp pháp và hợp lý; điều này thường hay xảy ra ở những công ty tăng trưởng thật sự. Cổ phần

nắm giữ của họ tăng lên nhiều đến mức nếu tính trên số cổ phần của công ty mà họ nắm giữ, thì một số người đã trở thành triệu phú. Tuy nhiên, các tài sản khác của họ lại không đáng kể. Bởi vậy, chỉ cần bán đi một lượng nhỏ cổ phiếu sở hữu, họ đã có thể để đa dạng hóa tài sản của mình một cách hợp lệ. Xét từ lợi ích của các ủy viên hội đồng quản trị chủ chốt này, thì đây là một hành động khôn ngoan, cho dù nó ảnh hưởng ra sao đến tương lai phát triển của công ty.

Mọi vụ thương thảo mua các cổ phiếu này luôn kết thúc ở mức giá 14 đô-la. Mức giá này gấp 20 lần mức 70 xu thu nhập trên mỗi cổ phần dự tính của năm 1956. Với những ai hay chăm chăm chú ý đến các con số thống kê đã qua, thì có vẻ việc mua cổ phiếu này là một lựa chọn không khôn ngoan. Vào bốn năm trước đó, tức là từ 1952 đến 1955 thu nhập trên mỗi cổ phần được công bố là 39 xu, 40 xu, 48 xu, và 50 xu… một mức tăng trưởng không hề hấp dẫn. Đối với những người thay vì cần để tâm đến những nhân tố quan trọng hơn trong quản lý và xu hướng kinh doanh hiện thời, lại chỉ so sánh những con số thống kê bề ngoài, thì điều này còn đáng thất vọng hơn khi công ty, qua một vụ mua lại đã thu lợi bằng một số khoản chuyển nợ giúp họ chỉ phải trả các khoản thuế thu nhập doanh nghiệp dưới mức bình thường trong phần lớn giai đoạn này. Điều đó khiến cho bất cứ mức giá nào tính trên cơ sở số liệu cũ lại càng cao hơn. Cuối cùng, thậm chí nếu thu nhập của năm 1956 đã được tính đến khi định giá, thì những nghiên cứu bề ngoài vẫn sẽ tạo ra những dự đoán nghiêm trọng. Thật vậy, công ty vào thời điểm đó đang phát triển đáng kể trong lĩnh vực vật liệu bán dẫn đầy hứa hẹn. Tuy nhiên bất kể tương lai phát triển rực rỡ phía trước của ngành này, thì liệu một công ty với quy mô như vậy có thể hy vọng duy trì lợi thế thương mại của nó trong bao lâu so với những công ty lớn, lâu đời hơn, có tài chính mạnh hơn và nhờ đó chắc chắn sẽ tạo ra nỗ lực cạnh tranh lớn để dự phần vào sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành bán dẫn sau này?

Khi bản tin thường nhật của Ủy ban chứng khoán và ngoại hối Mỹ (SEC) đăng tin bán cổ phiếu của các ủy viên điều hành này, một làn sóng các giao dịch lớn nổ ra đối với những cổ phần của Texas Instrument với mức thay đổi giá rất nhỏ. Tôi hoài nghi rằng hầu hết những vụ bán này là do hàng loạt đề xuất khác nhau của các nhà môi giới. Hầu hết các bản tin đều đưa ra những bản báo cáo thống kê các số liệu quá khứ và nhận xét việc giá tăng từ trước đến nay, cuộc cạnh tranh phía trước và việc mua bán nội bộ. Một trong những bản tin thường nhật đó đã đi quá xa khi bày tỏ sự đồng tình hoàn toàn với các ủy viên điều hành đang bán cổ phần: “Chúng tôi đồng tình với họ và cho rằng mọi người cũng nên làm như thế!” Như tôi đã nói trong giai đoạn này, những người mua lớn thường là các tổ chức nắm được nhiều thông chính xác.

Điều gì đã xảy ra trong 12 tháng sau đó? Lĩnh vực kinh doanh thiết bị định vị điện tử và điện tử phục vụ quân đội của Texas Instruments – lĩnh vực thường bị bỏ qua trong sự náo động của các cuộc tranh luận – vẫn tiếp tục tăng trưởng. Chi nhánh bán dẫn (bóng bán dẫn) còn phát triển

nhanh hơn. Và một nhân tố còn quan trọng hơn cả sự tăng trưởng trong lĩnh vực bán dẫn là đội ngũ quản lý tài năng đã có những bước tiến dài trong nghiên cứu, lập kế hoạch tiêu thụ và xây dựng hệ thống kênh phân phối. Khi ngày càng nhiều bằng chứng cho thấy những kết quả của năm 1956 không phải là thành tích nhất thời, mà công ty với quy mô tương đối nhỏ này sẽ còn tiếp tục phát triển để trở thành một trong những nhà sản xuất lớn nhất, với chi phí thấp nhất trong lĩnh vực hứa hẹn sẽ là phân khúc tăng trưởng nhanh nhất của công nghiệp Mỹ, thì giới tài chính bắt đầu chấp nhận mức P/E cao hơn nữa để được tham gia Texas Instruments. Mùa hè

năm 1957, khi đội ngũ quản lý công bố dự tính thu nhập trên mỗi cổ phần trong năm sẽ ở mức khoảng 1,10 đô-la, mức tăng trưởng thu nhập 54% chỉ trong vòng 12 tháng, thị giá cổ phiếu trên thị trường tăng lên khoảng 100%.

Trong ấn bản đầu tiên của cuốn sách này viết năm 1957, tôi từng tiếp tục khẳng định:

“Tôi cho rằng nếu trụ sở của các chi nhánh chính của công ty này không đặt ở Dallas và Houston, mà đặt ở bờ bắc Atlantic hay khu vực trung tâm của Los Angeles, nơi sẽ có nhiều chuyên gia phân tích tài chính và giám đốc của các quỹ lớn có thể biết đến công ty dễ dàng hơn, thì có lẽ chỉ số P/E của nó đã còn tăng cao hơn trong suốt giai đoạn này. Nếu lợi nhuận và doanh thu của Texas Intruments liên tục tăng mạnh trong những năm tới, sẽ rất thú vị nếu chờ xem sự tăng trưởng này có làm chỉ số P/E tăng thêm hay không. Nếu điều này xảy ra, cổ phiếu sẽ lại tăng với tốc độ còn nhanh hơn tốc độ tăng thu nhập, sự tăng kép này luôn dẫn đến mức tăng cao nhất trong thị giá cổ phần.”

Liệu những dự đoán đầy lạc quan này có được xác nhận lại? Nhìn lại các bản báo cáo, hẳn những người vẫn còn khăng khăng rằng có thể đánh giá một khoản đầu tư bằng cách phân tích bề ngoài của các mức thu nhập trong quá khứ và một vài điều nữa, hẳn sẽ kinh ngạc. Lợi nhuận tăng từ 1,11 đô-la mỗi cổ phần vào năm 1957 thành 1,84 đô-la vào năm 1958 và hứa hẹn đạt mức cao nhất 3,50 đô-la vào năm 1959. Năm 1957, công ty đã giành được sự ngưỡng mộ và là tâm điểm chú ý của giới tài chính. Năm 1958, để đối phó sự cạnh tranh từ một số đại gia có tiếng trong lĩnh vực thiết bị điện và điện tử, IBM Corporation, tập đoàn sản xuất máy tính điện tử lớn mạnh nhất thế giới, đã chọn Texas Instruments làm đối tác trong nỗ lực nghiên cứu chung trong việc áp dụng công nghệ bán dẫn vào sản xuất máy tính của IBM. Lại một lần nữa, năm 1959, Texas Instruments công bố bước đột phá về công nghệ giúp sử dụng chất bán dẫn có cùng kích cỡ như các bóng bán dẫn hiện thời cho không chỉ bóng bán dẫn mà còn cả mạch điện hoàn chỉnh! Những gì công nghệ này có thể mang lại theo kỹ thuật thu nhỏ này đã khuấy động trí tưởng tượng của con người. Khi công ty phát triển, các nhóm nghiên cứu và phát triển

những sản phẩm đặc biệt này cũng tăng lên với tỷ lệ tương đương. Ngày nay, hầu như chẳng mấy ai có thể nghi ngờ tương lai phát triển mạnh mẽ của công ty.

Gần hai năm sau, thu nhập trên mỗi cổ phần của công ty tăng gấp ba lần mức của năm 1957. Còn giá cổ phiếu tăng gấp năm lần so với mức giá 261/2 đô-la của năm đó. Và ngày nay, sau chưa đầy ba năm rưỡi mức giá này đã tăng hơn 1.000% so với giá ở mức 14 đô-la tôi đã được đề cập trong ấn bản đầu tiên của cuốn sách này. Nhưng liệu mức tăng doanh thu và lợi nhuận trong những năm sắp tới sẽ còn tiếp tục tăng cao và tạo ra một sự tăng giá lớn hay không?

Điều này khiến chúng ta phải lưu ý đến một kiểu suy diễn khác có thể khiến nhiều nhà đầu tư dành sự chú ý không cần thiết vào con số thống kê trong danh mục giá và lợi nhuận trên mỗi cổ phần. Đó là vì niềm tin rằng những gì đã xảy ra trong một số năm trước chắc chắn sẽ tiếp tục xảy ra. Nói cách khác, nhà đầu tư sẽ tìm những cổ phiếu mà thu nhập trên mỗi cổ phần và thị giá tăng trưởng đều trong khoảng thời gian năm, mười năm vừa qua và kết luận rằng gần như chắc chắn xu hướng này sẽ còn tiếp diễn. Tôi đồng ý rằng khả năng này có thể xảy ra. Nhưng nếu xét về độ thiếu chắc chắn trong việc xác định thời gian mà những kết quả nghiên cứu và chi phí để tung ra các sản phẩm mới có khả năng tạo ra kiểu tăng trưởng như vậy, thì hoàn toàn bình thường khi ngay cả những công ty tiếng tăm hàng đầu thỉnh thoảng lại có những đợt sụt giảm tỷ lệ thu nhập kéo dài từ một đến ba năm. Những đợt sụt giảm như vậy có thể khiến mức giá cổ phần giảm mạnh. Vì thế, sẽ thật lãng phí nếu quá nhấn mạnh tầm quan trọng của các bản báo cáo thu nhập trong quá khứ thay vì chú tâm đến những tình hình kinh doanh có thế tác động đến thu nhập của tương lai.

Nhưng tất cả những điều này không có nghĩa là chúng ta nên hoàn toàn bỏ qua các thông tin về mức thu nhập và mức giá trong quá khứ khi quyết định mua một cổ phiếu. Chúng sẽ hữu ích nếu chúng ta nhận thức được rằng đó chỉ là những công cụ hỗ trợ cho các mục đích chuyên môn và không đóng vai trò quan trọng trong việc nhận định tính hấp dẫn của một chứng khoán thường. Ví dụ, nghiên cứu mức thu nhập trên mỗi cổ phần trong những năm trước đó sẽ giúp ta hiểu khá rõ về tính chu kỳ của một loại cổ phiếu hay lợi nhuận của một công ty sẽ chịu tác động của các giai đoạn biến động trong chu kỳ kinh doanh ra sao. Quan trọng hơn nữa, so sánh thu nhập trên mỗi cổ phần trong thời gian trước đó với các khoảng giá sẽ cho biết chỉ số P/E trước đây của cổ phiếu, từ đó giúp chúng ta có cơ sở dự đoán chỉ số P/E trong tương lai. Nhưng, một lần nữa, tôi vẫn phải nhắc lại là tương lai mới quan trọng chứ không phải là quá khứ.

4. Đừng quên xem xét thời điểm cũng như giá khi mua một cổ phiếu tăng trưởng thật sự

Hãy cùng xem xét một tình huống đầu tư rất phổ biến. Giả sử có một công ty đáp ứng rất tốt 15 tiêu chí chọn cổ phiếu. Hơn thế, sau một năm nữa tính từ thời điểm hiện tại, thu nhập của công ty sẽ tăng lên nhờ những nhân tố mà giới tài chính vẫn hoàn toàn chưa nhận ra. Và quan trọng hơn nữa, có những dấu hiệu mạnh mẽ chỉ ra rằng những nguồn thu nhập mới này sẽ tăng đáng kể ít nhất là trong vài năm sau đó.

Trong trường hợp bình thường, rõ ràng nên mua cổ phiếu này, nhưng còn vẫn còn một nhân tố khiến chúng ta phải tạm dừng việc mua lại. Thành công của những thương vụ trong những năm trước đó đã tạo ra sức hấp dẫn quá lớn cho cổ phiếu này trong giới tài chính mà nếu không vì những ảnh hưởng mới, chưa nhiều người biết đến, cổ phiếu có thể được xem là có giá hợp lý ở mức 20 và hiện tại nó được giao dịch ở mức dường như hoàn toàn bất hợp lý là 32. Giả định rằng năm năm nữa những ảnh hưởng mới trên sẽ đẩy mức giá này lên tới 75, vậy liệu ngay bây giờ chúng ta có nên mua vào ở mức 32 – mức mà chúng ta cho rằng cao hơn giá trị thật sự của nó tới 60%? Cũng có khả năng những sự phát triển mới này sẽ không diễn ra thuận lợi như chúng ta nghĩ hoặc tệ hơn, giá cổ phiếu này sẽ sụt giảm quay trở về mức 20 mà chúng ta xem là giá trị thực.

Đứng trước vấn đề đó, nhiều nhà đầu tư cẩn trọng sẽ quan sát kỹ bảng báo giá chứng khoán. Nếu cổ phiếu đạt gần mức 20, họ sẽ hào hứng mua vào. Nếu không họ sẽ bỏ, không quan tâm đến những cổ phần đó nữa. Đây là điều thường xuyên xảy ra.

Vậy phải chăng con số 20 là cái mốc bất di bất dịch? Không phải vậy, bởi nó không hề tính đến một yếu tố quan trọng của giá trị trong tương lai những nhân tố mà chúng ta biết rõ nhưng hầu hết mọi người không biết mà chúng ta tin rằng trong vòng vài năm nữa sẽ đẩy mức giá lên 75. Việc cần làm ở đây là tìm ra cách để mua cổ phiếu ở mức thấp mà từ mức đó, giá bán sẽ tăng dần lên. Điều chúng ta lo ngại là nếu mua ở mức giá 32, sau đó cổ phiếu có thể xuống mức 20. Nó không chỉ khiến ta thua lỗ tạm thời. Quan trọng hơn, nó cũng có nghĩa là nếu sau này cổ phiếu lên mức 75, chúng ta sẽ chỉ thu được mức lợi nhuận 60% của lượng cổ phiếu mà nếu chúng ta cố đợi được và mua ở mức 20. Và mức chênh lệch này sẽ còn tăng gấp bội nếu giả sử lúc nào đó giá cổ phiếu này tăng lên tận 200 chẳng hạn.

May mắn thay, trong những kiểu tình huống như thế này vẫn còn có một hướng dẫn mà chúng ta có thể tin cậy. Hướng dẫn đó như sau: mua cổ phiếu không phải tại một mức giá xác định mà tại một thời điểm xác định. Trên cơ sở nghiên cứu một số dự án kinh doanh thành công mà trước đây công ty này tiến hành, chúng ta có thể biết những dự án đó đã được phản ánh trong mức giá cổ phiếu tại một điểm cụ thể trên quá trình phát triển của công ty. Có lẽ phải mất trung bình khoảng một tháng trước khi những dự án này đi vào giai đoạn sản xuất thí điểm. Giả sử cổ

phiếu của công ty chúng ta sẽ vẫn giao dịch ở mức 32, tại sao chúng ta không đặt kế hoạch mua những cổ phiếu này năm tháng kể từ ngày hôm nay, tức là một tháng ngay trước khi nhà máy đi vào hoạt động? Tất nhiên, giá những cổ phiếu này còn có thể thấp hơn nữa. Tuy nhiên, thậm chí nếu chúng ta mua chúng ở mức 20, không có gì đảm bảo chắc chắn rằng mức giá này sẽ không xuống thấp hơn nữa. Nếu chúng ta có đủ cơ hội để mua tại mức giá thấp nhất có thể, lẽ nào chúng ta lại không hành động để đạt được mục tiêu của mình, thậm chí nếu chúng ta đoán định điều đó dựa trên cơ sở những nhân tố mà mọi người đều biết thì cổ phiếu sẽ còn giảm xuống mức giá thấp hơn. Trong những trường hợp như vậy, phải chăng mua ở một thời điểm xác định sẽ không an toàn hơn mua tại mức giá xác định?

Về cơ bản, cách tiếp cận này không hề bỏ qua khái niệm giá trị. Ngoại trừ khả năng sẽ có mức tăng giá trị cực lớn trong tương lai thì chỉ dẫn quyết định mua vào một thời điểm xác định thay vì tại một mức giá xác định mới là phi logic. Tuy nhiên, khi có những dấu hiệu quá rõ ràng cho thấy một đợt tăng như vậy sắp xảy ra, thì quyết định thời gian thay vì mức giá bạn sẽ mua có thể giúp bạn nắm trong tay một cổ phiếu có khả năng tăng trưởng rất cao. Suy cho cùng, đây cũng chính là những gì bạn cố gắng làm khi mua một cổ phiếu.

5. Đừng chạy theo theo đám đông

Có một quan niệm đầu tư quan trọng mà nếu thiếu kinh nghiệm tài chính dày dặn, bạn sẽ rất khó nắm bắt. Nó khó hiểu bởi không dễ để giải thích nó bằng những từ ngữ chính xác và cũng không thể đúc rút nó thành công thức toán học.

Trong cuốn sách này tôi đã nhiều lần đề cập đến những ảnh hưởng làm cổ phiếu tăng hay giảm giá. Sự thay đổi trong biên lợi nhuận, biến động trong bộ máy quản lý của công ty, những phát minh mới xuất hiện hay những phát hiện mới, thay đổi trong tỷ suất lợi nhuận hay luật thuế v.v… mới chỉ là một số ví dụ ngẫu nhiên về những điều kiện có thể làm tăng, giảm giá cổ phiếu. Tất cả các ảnh hưởng trên đều có một điểm chung. Chúng đều là những sự việc hiện hữu trong thế giới xung quanh chúng ta. Chúng là những hành động đã xảy ra hay sẽ xảy ra. Bây giờ chúng ta hãy xét đến một nhân tố ảnh hưởng tới giá khác. Đây là một sự thay đổi thuần tâm lý, không phụ thuộc vào sự thay đổi ở thế giới bên ngoài cũng như trong nền kinh tế. Phần đông giới tài chính chỉ quan sát những tình huống như trên từ quan điểm lập trường khác nhau. Từ thay đổi trong cách nhận định về cùng những sự kiện, họ đưa ra một nhận định khác về mức giá hay chỉ số P/E mà họ sẽ trả cho cùng các cổ phiếu đó.

Thị trường chứng khoán cũng có các xu hướng nhất thời như thời trang của phụ nữ. Thường kéo dài trong một vài năm, các xu hướng này có thể gây ra những sai lệch lớn trong tương quan

giữa giá hiện thời và giá trị thực. Hãy xem xét một ví dụ cụ thể sau: Năm 1948, tôi nói chuyện với một quý ông mà tôi tin rằng đó là một nhà đầu tư có năng lực. Ông ấy là chủ tịch Hiệp hội các nhà phân tích chứng khoán New York, một vị trí thường chỉ được dành cho những người có năng lực vượt trội hẳn trong giới tài chính. Tôi vừa đến New York sau chuyến viếng thăm trụ sở của Dow Chemical Company ở Midland, Michigan. Tôi đã nói rằng mức thu nhập trong năm tài chính vừa qua có thể sẽ đạt đến những mức cao mới và lúc này cổ phiếu thật sự là món hàng đáng giá. Ông ta đáp lại rằng ông cảm thấy chính là mối quan tâm đến lịch sử lâu đời và những con số thống kê của một công ty như Dow mà công ty này có thể đạt mức lợi nhuận trên mỗi cổ phần như vậy. Tuy nhiên, ông ta thấy những mức thu nhập này không thật sự đem lại sức hấp dẫn cho cổ phiếu, bởi vì rõ ràng là công ty đang trải qua giai đoạn phát triển mạnh tạm thời sau chiến tranh nhưng sẽ không duy trì được phát triển lâu. Ông ta còn thấy không thể đánh giá giá trị thật của những cổ phiếu loại này cho đến khi có một cuộc suy thoái hậu chiến tranh diễn ra trong vài năm sau cuộc Nội chiến và Chiến tranh thế giới thứ nhất. Thật không may, cách lý giải của ông ta lại hoàn toàn không tính đến những khả năng giá trị cổ phiếu này sẽ tiếp tục tăng nhờ rất nhiều sản phẩm mới và hấp dẫn mà công ty sản xuất sau đó.

Điều đáng quan tâm ở đây là tại sao nhà đầu tư đầy năng lực này lại xem xét các sự kiện và rút ra những kết luận về giá trị thực chất của cổ phiếu trong thời điểm này hoàn toàn khác hẳn so với nhận định rút ra từ cùng những sự kiện đó nhưng vào một năm khác.

Câu trả lời là trong ba năm từ 1947 đến 1949, hầu như toàn bộ giới tài chính luôn chạy theo những ảo tưởng. Sau khi tĩnh tâm nhìn lại, bây giờ chúng ta có thể thấy những gì thời đó xem là kinh thiên động địa thì hầu như lại là không có thực, cũng giống như những nỗi sợ hãi bủa vây đội tàu của Christopher Columbus năm 1492: hàng đêm, hầu hết các thủy thủ tàu Santa Maria không sao ngủ nổi vì lo sợ rằng bất cứ lúc nào con tàu của họ cũng có thể rơi khỏi ranh giới tận cùng của trái đất và biến mất vĩnh viễn. Năm 1948, giới đầu tư không xem trọng thu nhập của bất cứ cổ phiếu nào, bởi một niềm tin lan rộng rằng chắc chắn tương lai sẽ lại xuất hiện một đợt suy thoái và sụp đổ trên quy mô lớn như những năm sau khi Nội chiến và Chiến tranh thế giới thứ nhất nổ ra. Nhưng năm 1949, chỉ có một đợt suy thoái nhẹ xảy ra. Khi giới tài chình nhìn nhận mức độ bình thường của đợt suy thoái này và nhận ra rằng xu hướng tiếp theo sẽ là tăng lên chứ không phải giảm xuống, lại xuất hiện một sự thay đổi tâm lý lớn trong việc xem xét cổ phiếu thường. Các cổ phiếu thường này, với những lợi ích bên ngoài dễ dàng nhận thấy giúp cải thiện giá trị nền tảng của chúng, đã tạo ra mức tăng vượt xa mức tăng gấp đôi.

Sự thay đổi của giới tài chính khi nhận định về cùng các sự kiện nhưng tại những thời điểm khác nhau không phải chỉ tồn tại trong lĩnh vực cổ phiếu. Đánh giá của giới tài chính về những

ngành đặc thù và các công ty trong những ngành này cũng không ngừng thay đổi, mà thường là do thay đổi cách nhìn với cùng những sự kiện thật sự diễn ra.

Ví dụ, giới đầu tư xem ngành công nghiệp sản xuất vũ khí là một ngành không hấp dẫn. Một trong những đặc trưng nổi bật nhất của ngành này là chỉ có một khách hàng lớn nhất và duy nhất là chính phủ. Có năm, khách hàng này đặt hàng cho quân đội rất nhiều, nhưng năm khác lại cắt giảm số lượng. Bởi vậy không thể biết được lúc nào ngành này có thể bị hủy những hợp đồng lớn và rơi vào suy thoái.

Cần phải nói thêm rằng những công việc liên quan trực tiếp đến chính phủ luôn tạo ra mức biên lợi nhuận rất thấp. Hơn nữa, do luôn cần phải đấu thầu mẫu mã mới trong lĩnh vực mà trong ngành luôn có các thay đổi kỹ thuật, đồng nghĩa với việc trật tự của ngành sẽ luôn là rủi ro và sự hỗn loạn. Dù cho kỹ thuật của công ty bạn có tốt đến mức nào cũng không đủ mang lại lợi thế dài hạn trong cuộc cạnh tranh khốc liệt. Cuối cùng, luôn có nguy cơ sụt giảm trong kinh doanh khiến công ty của bạn phải ngừng hoạt động vĩnh viễn. Khi quan điểm này thắng thế như từng xảy ra rất nhiều lần trong vòng 20 năm qua, những cổ phiếu trong ngành quốc phòng sẽ được bán với mức giá cực thấp, xét trong mối tương quan với mức thu nhập của chúng.

Tuy nhiên, giới tài chính vẫn rút ra những kết luận khác nhau từ cùng những sự kiện tương tự nhau. Tình hình thế giới khiến chúng ta sẽ cần đến những khoản chi lớn cho trang bị phòng không trong vài năm tới. Trong khi tổng giá trị có thể thay đổi năm này qua năm khác, tốc độ phát triển của kỹ thuật ngày càng nhanh khiến số lượng trang thiết bị đắt tiền mà binh chủng cần phải có ngày càng tăng lên trong dài hạn. Điều đó có nghĩa là những nhà đầu tư may mắn nắm giữ chứng khoán của ngành này sẽ thuộc một số hiếm hoi những người không rơi vào một sự suy thoái mà sớm hay muộn các ngành khác cũng phải đối mặt trong chu kỳ kinh doanh tới. Mặc dù có bộ luật giới hạn biên lợi nhuận, các công ty vận hành tốt vẫn sẽ có rất nhiều việc và mức tổng lợi nhuận thuần sẽ tăng không giới hạn. Khi quan điểm này thắng thế, những sự kiện về tình hình, bối cảnh sẽ lại được nhận định theo một cách khác hẳn và theo đó, những cổ phiếu này cũng sẽ được bán dựa trên cơ sở giá hoàn toàn khác.

Việc giới tài chính xem xét các trường hợp trong nhiều ngành khác nhau trong vòng 20 năm qua theo những cách khác nhau dẫn đến sự thay đổi trong giá cổ phiếu. Năm 1950, giới tài chính xem những cổ phiếu của ngành dược phẩm cũng hấp dẫn ngang với của các công ty ngành hóa phẩm. Sự tăng trưởng không ngừng nghỉ nhờ những tiến bộ kỳ diệu trong lĩnh vực nghiên cứu và mức sống được cải thiện đã đảm bảo cho những cổ phiếu này được bán với mức P/E của những công ty tốt nhất trong ngành hóa phẩm. Sau đó có một đơn vị sản xuất gặp vấn đề. Giới tài chính đều nhận ra rằng trong lĩnh vực này, công ty đang thống trị không đảm bảo rằng nó sẽ

ở vị trí hàng đầu trong tương lai. Mọi người lại đánh giá lại toàn bộ ngành. Cổ phiếu lại được bán ở một tỷ lệ P/E hoàn toàn khác, không phải bởi những sự kiện thực tế đã khác đi mà chỉ bởi những nhận định khác đi.

Năm 1958, tình hình lại bất ngờ diễn ra theo hướng ngược lại. Trong bối cảnh kinh doanh đình trệ của năm đó, ngành dược phẩm là một trong số ít ngành có lượng cầu tăng lên chứ không hề giảm. Lợi nhuận của những công ty nhóm này tăng lên một mức mới. Cùng thời điểm đó, lợi nhuận của ngành hóa phẩm sụt giảm mạnh chủ yếu là do những hoạt động mở rộng quy mô lớn vừa hoàn thành gây dư thừa năng suất. Giới tài chính hay thay đổi một lần nữa lại nâng chỉ số P/E của cổ phần ngành dược lên cao hơn rất nhiều, mặt khác, lại dần linh cảm thấy cổ phiếu ngành hóa phẩm không còn hấp dẫn như họ đã nghĩ. Tất cả những điều trên chỉ thể hiện những thay đổi về nhận định của của giới tài chính, chứ không phải từ một nguyên do thực chất, căn bản nào.

Năm sau đó, một số những cảm nhận này lại thay đổi theo hướng hoàn toàn ngược lại. Khi các công ty hóa phẩm hoạt động tốt hơn trở thành nhóm đầu tiên thu lại được mức thu nhập đã mất, và khi xu hướng tăng trưởng của những công ty này khiến lợi nhuận nhanh chóng tăng lên mức cao nhất từng thấy, họ đã lấy lại được danh tiếng đã mất. Tầm quan trọng dài hạn của số lượng tăng chưa từng thấy của những sản phẩm dược thiết yếu mới có xu hướng nâng cao vị thế của cổ phiếu ngành dược, chống lại khuynh hướng trái ngược của việc chính phủ chi phối giá và những chính sách độc quyền sáng chế áp dụng đối với ngành này. Sẽ rất thú vị nếu quan sát trong vài năm tới, vị thế mà cổ phiếu ngành dược phẩm vừa khôi phục sẽ tiếp tục được củng cố hay sẽ lại bị giảm sút.

Có thể lấy một ví dụ nữa về sự thay đổi trong quan điểm đối với ngành sản xuất máy công cụ. Ví dụ này được tôi đưa ra trong ấn bản đầu tiên của cuốn sách này:

"Trong nhiều năm, do hầu hết mọi người đều nghĩ đây là một ngành không ổn định, dẫn đến P/E của ngành rất thấp. Cho dù những mức thu nhập của ngành tốt đến đâu thì cũng không có ý nghĩa nhiều lắm bởi những sản phẩm của ngành này chỉ bùng nổ trong thời gian ngắn, không thể kéo dài lâu. Tuy nhiên, vào thời gian đó, có một trường phái đã đưa ra một hướng suy nghĩ hoàn toàn khác hẳn. Trường phái này tin rằng từ sau Chiến tranh thế giới thứ hai, đã có một thay đổi căn bản xảy ra tác động đến những công ty của ngành này. Toàn bộ ngành đã chuyển kế hoạch chi phí kinh doanh từ ngắn hạn sang dài hạn. Do đó, những tác nhân gây ra biến động thất thường đối với các công ty này cũng biến mất. Tỷ lệ tiền công cao và liên tục tăng lên đã xóa tan hình ảnh thiếu ổn định trước đây của ngành. Tốc độ tiến bộ kỹ thuật tăng dần đều sẽ đẩy nhanh tốc độ lỗi thời của các sản phẩm của ngành. Bởi vậy, thay vì xu hướng hoạt động

mang tính chu kỳ như trước chiến tranh, xu hướng tăng trưởng của những năm gần đây sẽ còn tiếp tục tiến xa hơn trong tương lai. Quá trình tự động hóa sẽ thúc đẩy tăng trưởng đạt mức ngoạn mục.

Do ảnh hưởng của quan điểm trên, người ta lại nhận định tích cực hơn về những cổ phiếu nổi trội của ngành máy công cụ. Những cổ phiếu này vẫn sẽ được bán ở mức P/E khá thấp do ảnh hưởng của quan niệm cho rằng ngành này không ổn định dù đã giảm bớt nhưng vẫn còn rất phổ biến. Nếu như giới tài chính ngày càng thừa nhận rộng rãi triển vọng tăng trưởng và không mang tính chu kỳ của ngành, P/E của nó sẽ ngày càng được cải thiện. Khi đó, những cổ phiếu này sẽ tăng trưởng hơn hẳn thị trường nói chung. Còn nếu như quan niệm về sự không ổn định của ngành thống trị trở lại, những cổ phiếu này sẽ được bán tại mức P/E thấp hơn mức đang phổ biến hiện nay.

Ví dụ về ngành máy công cụ này sẽ giúp nhà đầu tư cổ phiếu thường hiểu rõ hơn về những điều cần phải làm nếu muốn mua cổ phiếu mang lại lợi ích cao nhất. Anh ta phải xem xét quan điểm tài chính khoa học và dựa trên sự thật về toàn ngành và công ty cụ thể mà anh đang định mua cổ phiếu. Nếu tìm được một ngành hay công ty mà nhận định của giới tài chính tỏ ra ít thuận lợi hơn so với thực tế diễn ra, anh ta sẽ dễ gặt hái được nhiều hơn nhờ không chạy theo số đông. Anh ta nên cẩn thận hơn khi mua cổ phiếu của những công ty và ngành đang được giới tài chính ưa chuộng, phải xác định chắc chắn được những khoản mua này có thật sự đảm bảo, và chắc chắn rằng anh ta không trả quá cao cho những thứ chỉ là xu hướng đầu tư nhất thời tại thời điểm do tác động của cách lý giải đương thời."

Những xu hướng đầu tư nhất thời và cách hiểu sai lệch về các sự kiện thực tế có thể kéo dài trong vài tháng hoặc vài năm. Tuy nhiên, xét trong dài hạn thì chính thực tiễn sẽ không chỉ xóa bỏ những xu hướng đó mà thường đến một thời điểm còn giúp những cổ phiếu bị ảnh hưởng này tiến xa theo hướng hoàn toàn ngược lại. Khả năng nhìn thấu những quan điểm của số đông để tìm ra sự thật đằng sau chúng là một tố chất sẽ mang lại phần thưởng giá trị trong lĩnh vực đầu tư cổ phiếu. Không dễ dàng để thay đổi quan điểm chung của những người có sức ảnh hưởng lớn, tuy nhiên có một nhân tố mà tất cả chúng ta đều có thể nhận ra và giúp ngăn chúng ta chạy theo số đông. Đó là nhận thức rằng giới tài chính luôn không bắt kịp những điều kiện thay đổi căn bản, trừ khi một sự kiện gây tiếng vang hay nổi bật liên quan đến thay đổi đó mà mọi người đều biết. Ví dụ, mặc dù hoạt động trong ngành rất hấp dẫn, nhưng giá của cổ phiếu công ty ABC vẫn rất thấp do cung cách quản lý tồi của nó. Nếu một người danh tiếng được bầu làm chủ tịch công ty, ngay lập tức cổ phiếu sẽ phản hồi, thậm chí phản hồi quá mức trước thay đổi này. Lý do là vì lòng nhiệt tình thái quá lúc đầu dễ khiến mọi người bỏ qua khoảng thời gian cần thiết để công ty đạt được những tiến triển căn bản. Tuy nhiên, nếu ban quản lý công ty được

thay bằng những người tài năng nhưng lại không mấy tiếng tăm, thì trong thời gian dài sau đó, công ty vẫn sẽ phải chịu tiếng xấu về mặt tài chính và vẫn phải bán cổ phiếu ở mức P/E thấp. Nhận ra những tình huống như vậy trước khi giới tài chính sửa chữa những nhận định của mình, kéo theo đó là một đợt tăng giá, sẽ là bước đầu tiên và đơn giản nhất mà nhà đầu tư chưa có kinh nghiệm có thể học cách tự suy nghĩ vì lợi ích của mình thay vì chạy theo số đông.

10. Tìm ra cổ phiếu tăng trưởng như thế nào?

Hầu hết mọi người đều quan tâm đến vấn đề nhà đầu tư (hay cố vấn tài chính của anh ta) nên làm gì để tìm được những cổ phiếu sẽ tăng giá đến mức kỷ lục. Trong chương này, tôi sẽ đưa ra một số nhận định về vấn đề đó.

Để chọn lựa được những khoản đầu tư như vậy, nhà đầu tư cần rất nhiều thời gian cũng như kỹ năng và sự cẩn trọng. Một nhà đầu tư nhỏ có thể cảm thấy anh ta phải bỏ ra quá nhiều công sức cho khoản đầu tư. Sẽ rất tuyệt nếu anh ta và cả các nhà đầu tư lớn tìm ra cách lựa chọn những cổ phiếu sinh lợi cao dễ dàng và nhanh chóng. Nhưng tôi nghi ngờ điều đó là không thể. Tất nhiên nên sử dụng bao nhiêu thời gian cho một khoản đầu tư là việc nhà đầu tư phải tự mình quyết định sau khi xem xét khoản tiền có thể sử dụng để đầu tư, những lợi ích và khả năng của anh ta.

Tôi không thể đảm bảo rằng phương pháp của tôi là cách duy nhất hay tốt nhất để tìm ra những khoản đầu tư béo bở. Tuy nhiên, trong nhiều năm tôi đã làm theo những bước sẽ mô tả cụ thể dưới đây và thu lại kết quả tuyệt vời. Đặc biệt, trong những giai đoạn đầu của phương pháp này, những người có nền tảng kiến thức rộng, mạng lưới quan hệ tốt hay năng lực cao sẽ rất có khả năng tạo ra nhiều thay đổi quan trọng và đạt được những kết quả chung vượt xa mọi người.

Phương pháp này bao gồm hai giai đoạn. Ở mỗi giai đoạn, chất lượng của những quyết định đều tác động rất lớn đến các kết quả tài chính sau này. Mọi người sẽ nhận ra ngay tầm quan trọng của của quyết định đưa ra trong bước hai: "Tôi có mua cổ phiếu này ngay bây giờ hay không?" Điều mà mọi người không dễ nhận ra là ngay trong giai đoạn đầu của một phương pháp lựa chọn cổ phiếu thường, các quyết định đưa ra cũng sẽ ảnh hưởng lớn đến khả năng bỏ sót những khoản đầu tư có thể tăng giá gấp mười sau mười năm nữa.

Vấn đề mà bất cứ ai bắt đầu tìm kiếm những chứng khoán có mức tăng trưởng lớn phải đối mặt chính là: có hàng ngàn những cổ phiếu trong hàng chục ngành đáng để tiến hành nghiên cứu. Phải mất rất nhiều thời gian công sức bạn mới có thể xác định số lượng của chúng. Tuy nhiên, bạn chỉ có thời gian để điều tra một phần nhỏ trong số chúng. Làm sao bạn có thể lọc ra được một hoặc một số ít các cổ phiếu để phân tích?

Vấn đề này phức tạp hơn chúng ta tưởng. Bạn phải đưa ra những quyết định để kiểm tra độ thích hợp từ các tình huống điều tra nghiên cứu mà chỉ trong vài năm sau sẽ trở thành một gia tài. Bạn phải quyết định nên hay không nên bỏ thời gian vào đâu trước khi tiến hành đủ những việc cần thiết để xác định được cơ sở thích hợp cho những quyết định của bạn. Còn nếu thay vì

như vậy, bạn lại tiến hành đủ việc cần thiết trước khi đưa ra đủ cơ sở cho quyết định, thì bạn đã sử dụng rất nhiều thời gian vào mỗi tình huống, khiến bạn còn rất ít thời gian để đưa ra quyết định. Chỉ có điều bạn sẽ không hề nhận ra là mình đã làm như vậy.

Nếu là vài năm trước, hẳn tôi đã nói với bạn một cách thành thực nhưng sai lầm rằng tôi giải quyết vấn đề này bằng một phương pháp rất nhanh gọn. Nhờ việc khảo sát các công ty, và đặc biệt là nhờ mối thân quen với những công ty mà tôi tập trung phần lớn số vốn mình quản lý, tôi đã làm quen được rất nhiều nhà khoa học và ủy viên điều hành đầy năng lực. Tôi có thể nói chuyện với những người này về cả các công ty khác chứ không chỉ về công ty họ. Tôi tin rằng những quan điểm và chỉ dẫn tôi thu được từ mối quan hệ với những người nắm nhiều thông tin đó sẽ hỗ trợ tôi tuyệt vời trong việc phân tích rất nhiều công ty có triển vọng mang những đặc điểm nổi bật mà tôi luôn cố công tìm kiếm.

Tôi cố gắng sử dụng cùng những phương pháp phân tích và tự thẩm định để hoàn thiện chuyên môn tôi áp dụng trong chính doanh nghiệp của mình mà tôi hy vọng những công ty tôi đầu tư sẽ sử dụng để cải tiến hoạt động của mình. Vì vậy, cách đây vài năm, tôi đã tiến hành một cuộc nghiên cứu để xác định hai điều. Tôi đã chọn ra những công ty mà tôi sẽ tiến hành khảo sát như thế nào? Và sau khi nhìn lại, liệu có khác biệt đáng kể nào trong tỷ lệ những kết quả thật sự đáng giá giữa những phân tích xuất phát từ một ý tưởng "lóe lên" của một nguồn thông tin này với những nguồn hoàn toàn khác?

Những gì tôi phát hiện ra hoàn toàn khiến tôi bất ngờ nhưng lại rất hợp logic nếu phân tích cặn kẽ. Ý kiến của các nhà khoa học và điều hành doanh nghiệp nguồn thông tin chủ yếu tôi dựa vào làm cơ sở lựa chọn các công ty chỉ cung cấp cho tôi khoảng 1/5 số chỉ dẫn đủ để tiếp tục nghiên cứu sâu. Quan trọng hơn, những chỉ dẫn này không cung cấp được trên mức trung bình các khoản đầu tư giá trị. Lượng 1/5 trong tổng số các nghiên cứu sâu hơn này chỉ dẫn đến 1/6 tổng các vụ mua cổ phiếu đáng giá.

Trái lại, những ý kiến khởi nguồn cho gần 4/5 các cuộc khảo sát và gần 5/6 tổng các khoản đầu tư giá trị lớn lại đến từ những nguồn thông tin hoàn toàn khác. Đi dọc nước Mỹ, tôi dần biết và khâm phục một nhóm nhỏ những người mà tôi chứng kiến họ lựa chọn cổ phiếu tăng trưởng thật xuất sắc. Trong nhiều trường hợp, có thể tôi hoàn toàn không đồng ý với những kết luận của bất cứ ai trong số đó về cổ phiếu mà họ thích. Thậm chí trong một hoặc hai trường hợp khác, tôi có thể nghi ngờ độ cẩn thận của những công việc họ làm. Tuy nhiên, tôi biết trong mọi trường hợp, những nhận định tài chính của họ rất nhạy bén, những kỷ lục và thành tích của họ rất ấn tượng, nên tôi luôn hào hứng lắng nghe từng chi tiết thông tin liên quan đến bất cứ công ty nào tôi quan tâm mà họ cho là rất có khả năng tăng giá mạnh.

Bên cạnh đó, do họ là những nhà đầu tư được đào tạo, tôi luôn có thể nhanh chóng rút ra từ những ý kiến của họ các vấn đề chủ chốt trong việc quyết định xem có nên nghiên cứu công ty nào đó không. Những vấn đề chủ chốt ở đây là gì? Về cơ bản, những vấn đề này đề cập đến cách đánh giá công ty theo 15 tiêu chí tôi đã đề cập, đặc biệt nhấn mạnh vào hai vấn đề trong giai đoạn đầu tiên này. Công ty có đang ở trong hoặc hướng về lĩnh vực kinh doanh tạo ra những cơ hội đạt được mức tăng trưởng doanh thu đột biến hay không? Khi ngành phát triển, những thành viên mới có thể dễ dàng gia nhập và thay chân những đơn vị dẫn đầu trong những lĩnh vực kinh doanh kể trên không? Nếu như tính chất của ngành là ít rào cản gia nhập đối với thành viên mới, thì giá trị đầu tư của những công ty tăng trưởng như vậy cũng tương đối thấp.

Còn nếu chọn xem những nhà đầu tư ít thành tích hơn hay năng lực thấp hơn nhóm các nhà đầu tư trên làm nguồn cho các chỉ dẫn về công ty nên bỏ thời gian đầu tư nghiên cứu thì sao? Nếu không thể tìm được người nào tốt hơn chắc chắn tôi sẽ tận dụng họ tối đa có thể. Tôi luôn dành thời gian để có thể lắng nghe mọi nhà đầu tư ít nhất một lần, để không bỏ qua nhà đầu tư trẻ xuất sắc nào sắp bước vào ngành. Tuy nhiên, sự chạy đua về thời gian thật khủng khiếp. Khi tôi đánh giá thấp những đánh giá đầu tư hay độ tin cậy của vấn đề anh ta trình bày, tôi nhận ra lượng thời gian tôi dành để nghiên cứu công ty mà anh ta đề cập cũng đồng thời giảm xuống.

Thế còn tìm kiếm những chỉ dẫn ban đầu cho việc điều tra nghiên cứu từ những quan điểm trong các tài liệu đã xuất bản thì sao? Đôi khi tôi cũng bị ảnh hưởng bởi các bản báo cáo đặc biệt do những nhà môi giới đáng tin cậy nhất phát hành nếu chúng không được lưu hành trong phạm vi hẹp. Tuy nhiên, nhìn chung tôi thấy những bản báo cáo công cộng kiểu này không phải là một nguồn hấp dẫn. Chúng có nguy cơ đăng những thông tin thiếu chính xác. Quan trọng hơn, hầu hết các bản tin đó đều lặp lại những thông tin mà giới tài chính đều đã biết. Cũng như vậy, đôi khi tôi cũng thu được nhận định đáng giá từ những ấn phẩm tài chính và thương mại định kỳ; nhưng do khuôn khổ ấn phẩm, chúng thường không cung cấp đủ những vấn đề tôi quan tâm, vì thế tôi cũng không đánh giá đó là một nguồn thông tin giàu có.

Còn có những chỉ dẫn ban đầu khác có thể tiếp cận và nếu những nhà đầu tư có kiến thức chuyên môn tốt hơn hay có nhiều khả năng hơn tôi có thể tận dụng rất hữu hiệu. Nguồn này bao gồm các viện nghiên cứu cố vấn lớn như Arthur D. Little, Viện nghiên cứu Stanford hay Battelle. Tôi nhận thấy nhân viên trong các tổ chức này có vốn hiểu biết rất lớn xét riêng về những bước phát triển trong chuyên môn và kinh doanh, từ đó nảy sinh những ý tưởng đầu tư ban đầu có giá trị. Tuy nhiên, tôi nhận thấy sự hữu ích lớn nhất của nguồn này hầu như đã bị hạn chế bởi xu hướng không sẵn lòng thảo luận những điều họ biết vì việc đó có thể làm ảnh hưởng đến lòng tin của các công ty khách hàng của họ. Nếu ai đó khôn ngoan hơn tôi có thể tìm ra cách tiếp cận nguồn thông tin đầu tư mà những tổ chức này nắm giữ và không gây tổn hại đến khách hàng

của họ, anh ta có thể cải thiện đáng kể bước đi đặc biệt trong phương pháp tìm kiếm chứng khoán tăng trưởng của tôi.

Sau khi kết thúc bước một, trên cơ sở một cuộc thảo luận kéo dài vài giờ, thường là với một nhà đầu tư có tiếng, một nhà nghiên cứu hay ủy viên điều hành, tôi đã lựa chọn ra một công ty hấp dẫn để bắt đầu quá trình khảo sát. Bước tiếp theo tôi cần làm gì?

Có ba điều tôi đặc biệt khuyên bạn không nên làm. Vì những lý do mà tôi sẽ nhanh chóng làm rõ ở chương này, trong giai đoạn này, tôi sẽ không tiếp cận bất cứ ai trong ban quản lý. Tôi sẽ không bỏ ra hàng giờ để xem xét những bản báo cáo hàng năm đã cũ và nghiên cứu tỉ mỉ những thay đổi nhỏ nhặt trong bản kế toán thường niên. Tôi không hỏi những nhà môi giới tôi quen xem anh ta nghĩ gì về cổ phiếu này. Tuy nhiên, tôi sẽ xem qua bản quyết toán để xác định tình hình chung của vốn và vị thế tài chính của công ty. Nếu có bản cáo bạch, tôi sẽ xem xét cẩn thận những phần đề cập đến sụt giảm tổng doanh thu, cạnh tranh, trình độ của nhân viên hay của cổ đông lớn, và mọi dữ liệu về tất cả những khoản thu nhập được công bố có dấu hiệu sụt giảm giá trị (hay những khoản sụt giảm nếu có), biên lợi nhuận, mức độ tiến hành các hoạt động nghiên cứu, và những chi phí bất thường và duy nhất trong hoạt động của các năm trước đó.

Bây giờ tôi mới thật sự bắt tay vào việc. Tôi sẽ sử dụng tối đa phương pháp “lời đồn đại”. Lúc này, thay cho những nguồn ý tưởng ban đầu về đầu tư, tôi sẽ tìm đến những người trong nhóm các nhà nghiên cứu, chuyên viên điều hành trong lĩnh vực kinh doanh mà tôi đánh giá thông tin của họ rất có giá trị tham khảo. Tôi sẽ cố gắng tìm gặp hoặc gọi điện đến các khách hàng, nhà cung cấp, đối thủ cạnh tranh, nhân viên cũ, hay nhà khoa học trong lĩnh vực liên quan mà tôi trực tiếp quen hoặc gián tiếp thông qua mạng lưới bạn bè. Tuy nhiên, tôi sẽ phải làm gì nếu giả sử tôi vẫn không thể biết hết những người đó hay không có một người bạn của bạn tôi quen biết đủ những người có thể cung cấp cho tôi những thông tin tôi cần.

Thành thật mà nói, nếu tôi không thể tiếp cận được những nguồn thông tin cần thiết trên, tôi sẽ từ bỏ đối tượng nghiên cứu điều tra đó và chuyển sang công ty khác. Để kiếm được nhiều tiền từ những khoản đầu tư, không nhất thiết phải đi tìm những câu trả lời cho mọi khoản đầu tư mà chúng ta xem xét. Điều cần làm ở đây chính là tìm câu trả lời chính xác cho phần lớn số lần ít ỏi mua cổ phiếu thật sự xảy ra. Vì lý do này, nếu những thông tin sắp tới không cung cấp cho ta đủ nền tảng cần thiết và có ít khả năng có thể thu được thêm nhiều thông tin hơn thì tôi nghĩ, cách thông minh nhất là gạt vấn đề qua một bên và chuyển sang công ty khác.

Tuy nhiên, lại giả sử bạn có khá nhiều thông tin có thể tiếp cận. Bạn vừa đến gặp tất cả những người bạn quen biết hoặc những người sẵn sàng tiếp chuyện bạn, nhưng chỉ có thể tìm được

một hoặc hai người mà bạn tin là sẽ giúp ích nhiều trong việc khảo sát nếu như họ có thể nói chuyện thoải mái với bạn. Để tìm được những thông tin này, tôi sẽ tìm đến những nguồn như các ngân hàng thương mại, nơi các doanh nghiệp mà tôi muốn tìm hiểu là khách hàng ở đó. Trong những vấn đề kiểu như vậy, bạn hãy hỏi thẳng về việc bạn muốn tìm hiểu thông tin về ai và lý do chính xác là gì, và bạn sẽ rất ngạc nhiên về sự nhiệt tình giúp đỡ đầy trách nhiệm của hầu hết nhân viên của các ngân hàng đó. Tất nhiên họ sẽ chỉ giúp đỡ bạn như vậy nếu những nhân viên bạn hỏi không mảy may nghi ngờ gì và tin rằng bạn tìm kiếm thông tin chỉ để quyết định có nên đầu tư hay không, và trong bất cứ trường hợp nào bạn cũng không nên tiết lộ thông tin về người cung cấp tin cho bạn, điều đó có thể làm giảm uy tín của họ. Nếu như bạn làm đúng những chỉ dẫn này, đôi khi ngân hàng còn giúp bạn hoàn thành bước đầu tiên của quá trình khảo sát mà nếu thiếu sự giúp đỡ của họ, cuộc khảo sát của bạn sẽ không bao giờ đủ hoàn chỉnh để có thể mang lại giá trị nào đó.

Chỉ sau khi "lời đồn đại" mang lại cho bạn phần lớn những thông tin bạn cần, bạn nên sẵn sàng cho bước tiếp theo và nghĩ về cách tiếp cận ban quản trị. Lý do là bởi hầu hết những ban quản trị phù hợp nhất để quản lý những khoản đầu tư có giá trị sẽ rất thẳng thắn trả lời đầy đủ các câu hỏi về điểm mạnh và điểm yếu của công ty của họ. Tuy nhiên, dù cho những ban quản trị đó có cung cấp chi tiết tới mức nào thì bạn cũng không nên mong đợi có ai trong số họ sẽ cho bạn biết một số vấn đề quan trọng nhất. Chẳng hạn, khi bạn hỏi một phó giám đốc rằng: "Anh nghĩ là có điều gì khác nữa mà một nhà đầu tư triển vọng như tôi nên biết về công ty không?", làm sao anh anh ta có thể trả lời rằng bộ phận lãnh đạo cấp cao nhất hoàn toàn ổn, nhưng những kết quả yếu kém trong vài năm gần đây trong bộ phận marketing do phó giám đốc đứng đầu đã làm doanh số sụt giảm? Làm sao anh ta có thể trả lời sâu hơn rằng điều này có thể không nghiêm trọng lắm bởi đã có một anh chàng tài giỏi vượt bậc nào đó sẽ thay thế vị trí phó giám đốc này và kiểm soát nhanh chóng tình hình chỉ trong sáu tháng tới? Tuy nhiên, tôi nhận ra rằng khi biết bạn đã biết được điểm khiếm khuyết trong khâu marketing, những nhận xét của anh ta sẽ diễn đạt một cách khéo léo hơn, vẫn theo phong cách đúng đắn của một nhà quản lý, không hề lộ khuyết điểm và nếu tin tưởng những nhận xét của bạn, anh ta sẽ cung cấp cho bạn những câu trả lời khá chính xác về việc công ty có làm gì để khắc phục những khuyết điểm như thế hay không.

Nói cách khác, chỉ có thể bằng cách sử dụng những "lời đồn đại" phục vụ cho mục đích của mình trước khi tiếp cận ban quản trị, bạn mới biết được mình cần tìm hiểu gì khi tiếp cận công ty. Nếu không xác định được điều đó, bạn sẽ không thể đi đến kết luận cơ bản nhất về tài năng của đội ngũ lãnh đạo cấp cao nhất. Thậm chí, trong những công ty quy mô trung bình cũng có thể có đội ngũ quản lý đến năm người. Bạn không thể gặp tất cả những người đó trong chuyến viếng

thăm đầu tiên hay lần tiếp theo. Làm như vậy, bạn có thể gặp một số người quá nhanh nên không có đủ cơ sở đánh giá khả năng của họ. Thông thường, một hay hai người trong số năm người đó sẽ trội hơn hoặc kém hơn những người còn lại. Nếu như không có những "lời đồn đại" chỉ dẫn, có thể bạn sẽ đánh giá quá cao hoặc quá thấp toàn bộ đội ngũ quản lý. Với những "lời đồn đại", bạn có thể nhìn nhận khá chính xác ai mạnh ai yếu, và sẽ được chuẩn bị tốt hơn khi muốn gặp một nhà điều hành cụ thể nào đó mà bạn muốn biết rõ hơn về anh ta, nhờ đó xác nhận được "lời đồn đại" bạn biết có chính xác không.

Khi lựa chọn những cổ phiếu tăng trưởng, phần thưởng cho những ai đi đúng hướng là không thể kể xiết và cái giá phải trả cho những đánh giá sai lầm cũng lớn không kém, nên chẳng ai lại muốn lựa chọn cổ phiếu tăng trưởng chỉ dựa trên những con số bề ngoài của chúng. Tôi tin rằng một nhà đầu tư hay một người hoạt động trong lĩnh vực tài chính muốn tìm những cổ phiếu tăng trưởng đúng cách sẽ luôn phải theo nguyên tắc sau: chưa được ghé thăm đội ngũ quản lý của bất cứ công ty nào mà anh ta đang xem xét đầu tư cho đến khi đã hoàn thành việc thu thập được ít nhất 50% lượng thông tin anh ta cần để tiến hành đầu tư. Nếu không, anh ta sẽ rơi vào một tình thế rất nguy hiểm khi biết quá ít những gì mình nên tìm hiểu, và có rất ít cơ hội nhận được câu trả lời chính xác.

Còn một lý do quan trọng khác của việc thu thập thông tin trước khi tìm gặp ban quản trị của công ty. Những người tham gia lĩnh vực đầu tư luôn đưa ra hàng loạt yêu cầu ban quản lý của các công ty thuộc những ngành hấp dẫn dành thời gian cho họ. Vì thị giá chứng khoán có vai trò rất quan trọng đối với các công ty này trên nhiều khía cạnh, nên họ sẽ bỏ thời gian quý báu của mình để tiếp những vị khách trên. Tuy nhiên, hầu hết các công ty đều sẽ tiếp đãi rất lịch sự tất cả mọi người, nhưng thời lượng tiếp đón và vị trí của người cử ra tiếp đón là khác nhau, tùy thuộc vào việc công ty đánh giá năng lực hơn là quy mô khoản đầu tư triển vọng của những vị khách này. Quan trọng hơn, mức độ sẵn sàng cung cấp thông tin hay việc công ty sẽ trả lời những câu hỏi, thảo luận những vấn đề mang tính sống còn của doanh nghiệp chi tiết đến đâu phụ thuộc rất nhiều vào đánh giá của họ về đẳng cấp của vị khách viếng thăm. Những người chỉ ghé thăm công ty mà không hề có sự chuẩn bị kỹ thường gặp phải hai trở ngại ngay cả trước khi họ tiến hành chuyến viếng thăm.

Việc bạn có thể tiếp cận ai (những người thật sự đưa ra quyết định) rất quan trọng, nên sẽ là khôn ngoan nếu bạn tiến hành một số công đoạn để lựa chọn được đúng người giới thiệu bạn với ban quản lý này. Một khách hàng quan trọng hay một cổ đông lớn sẽ là những người phù hợp, đủ sức nặng để giới thiệu bạn tới thăm doanh nghiệp. Một lời giới thiệu khác cũng rất tốt là từ các ngân hàng đầu tư. Trong bất cứ trường hợp nào, nếu muốn đạt được kết quả tối đa trong các chuyến viếng thăm, bạn nên đảm bảo rằng những người trên khi giới thiệu sẽ đưa ra

các đánh giá cao về bạn và đưa ra những lý do chính đáng, thành ý tốt đẹp của bạn khi viếng thăm họ.

Chỉ cách đây vài tuần, trước khi viết những lời này, một biến cố xảy ra đã khiến tôi càng thấm thía bài học cần phải chuẩn bị tốt trước cuộc gặp đầu tiên với ban quản trị. Tôi ăn trưa cùng hai đại diện của một tổ chức đầu tư lớn đã cho hai trong số những công ty tôi đang đầu tư vay. Khi biết số lượng ít ỏi các công ty tôi đầu tư và nắm giữ cổ phiếu trong thời gian dài, một người hỏi tôi tỷ lệ giữa những công ty mới (đối với tôi) mà tôi đến thăm và những công ty mà tôi thật sự mua cổ phần. Ông ước đoán tôi sẽ mua cổ phiếu của một trên 250 công ty tôi đến thăm! Quý ông còn lại đoán rằng tỷ lệ là 1/25. Trên thực tế, tỷ lệ này nằm giữa khoảng một trên hai công ty hoặc 1 trên 2,5. Nếu anh ta thay "công ty tôi ghé thăm" bằng "công ty tôi quan sát", có lẽ tỷ lệ đúng sẽ là một trên 40 hoặc 50 công ty. Nếu anh ta thay bằng cụm "công ty mà tôi đang cân nhắc là có khả năng sẽ tiến hành khảo sát" (dù trên thực tế tôi có tiến hành khảo sát hay không), khi đó có thể tỷ lệ ban đầu một cổ phiếu mua ở một trên 250 công ty đang xem xét việc khảo sát có lẽ là tỷ lệ gần đúng nhất. Những điều ông ta bỏ qua là chúng ta sẽ không thu được nhiều lợi ích từ một chuyến viếng thăm cho đến khi đã thu thập được lượng thông tin thích đáng liên quan đến "lời đồn đại" và tôi nhận thấy "lời đồn đại" nhiều lần có thể giúp chúng ta đưa ra những dự đoán khá chính xác về trình độ của một công ty theo tiêu chuẩn 15 tiêu chí, và thường lúc mà tôi đã sẵn sàng để gặp bộ máy quản lý của công ty thì khả năng tôi có thể mua cổ phiếu ở công ty đó sẽ là khá lớn. Và cũng như vậy tôi sẽ bỏ qua những công ty kém hấp dẫn hơn trong công cuộc tìm kiếm này.

Tôi xin tóm lược lại quá trình tìm kiếm cổ phiếu tăng trưởng. Khoảng 1/5 số công ty tôi khảo sát đầu tiên của tôi là bắt nguồn từ những ý tưởng của bạn bè cùng ngành, 4/5 chọn lọc từ những lựa chọn hấp dẫn hơn của các nhà đầu tư có năng lực. Thực ra, đây là một đánh giá nhanh những công ty tôi nên bỏ thời gian khảo sát và những công ty nào nên bỏ qua. Tiếp đến, sau khi đánh giá khái quát những yếu tố cốt lõi trong bản cáo bạch, tôi tìm kiếm thông tin bằng phương pháp "lời đồn đại", không ngừng tìm hiểu xem những công ty này đáp ứng đến đâu 15 tiêu chí của tôi. Trong quá trình này, tôi sẽ lần lượt loại bỏ dần các công ty khỏi danh sách đầu tư triển vọng. Có công ty tôi loại bỏ là do những bằng chứng thu thập được đều chỉ ra công ty đó rất bình thường. Những công ty khác là do tôi không thu thập đủ bằng chứng để đoán chắc điều gì cả. Đối với công ty duy nhất tôi lựa chọn, khi đã nắm được lượng lớn thông tin có chiều hướng lạc quan, tôi mới đi tiếp bước cuối cùng là tiếp xúc với ban quản trị. Nếu sau khi gặp ban quản trị và xác minh được những kỳ vọng trước đó của tôi và những câu trả lời của họ xua tan mọi e ngại, tôi mới cảm thấy mình sẽ nhận được phần thưởng xứng đáng cho tất cả nỗ lực đã bỏ ra.

Hẳn bạn sẽ băn khoăn là làm sao có thể đòi hỏi một người bỏ ra bao nhiêu thời gian như vậy mà lại chỉ tìm được một công ty để đầu tư? Tại sao tôi không dựa luôn vào các thông tin thu thập được ngay từ nhà đầu tư đầu tiên mà tôi xin lời khuyên? Vậy tôi sẽ hỏi bạn: liệu bạn có thể tìm được cách nào khác để đầu tư 10.000 đô-la trong một năm và sau mười năm (trong thời gian đó, chỉ thỉnh thoảng bạn mới phải kiểm tra xem ban quản trị có hoạt động tốt không) bạn sẽ có trong tay tài sản trị giá từ 40.000 đô-la đến 150.000 đô-la? Đây chính là một trong những phần thưởng cho việc lựa chọn cổ phiếu tăng trưởng thành công. Có hợp lý không khi ai cũng có thể đạt được phần thưởng này mà nỗ lực bỏ ra chỉ là đọc những tài liệu giản đơn, lưu hành phổ biến? Có hợp lý không khi bất cứ ai cũng đạt được lợi nhuận như thế chỉ bằng cách trả cho nhà môi giới đầu tư đầu tiên mà anh ta gặp 135 đô-la? Theo tôi biết, không có sự cố gắng nào khác có thể dễ dàng mang lại những phần thưởng lớn như vậy. Cũng tương tự như vậy, bạn không thể đạt được những thành quả đó trên thị trường chứng khoán trừ khi bạn hoặc cố vấn đầu tư của bạn sử dụng cùng những cách có thể mang lại phần thưởng lớn trong bất cứ lĩnh vực nào khác. Những cách này chính là sự nỗ lực kết hợp với khả năng, và bên cạnh đó còn có quan điểm đúng đắn và tầm nhìn xa. Nếu áp dụng các thuộc tính trên và những quy tắc đặt ra trong chương này để chọn ra những công ty phù hợp với 15 tiêu chuẩn của chúng ta, nhưng vẫn chưa được giới tài chính đánh giá cao, chắc chắn chúng ta sẽ tìm được những cổ phiếu tăng trưởng trong tương lai. Nhưng điều đó chỉ có được nếu bạn làm việc chăm chỉ.

11. Tóm lược và kết luận

Chúng ta đang bước sang thập kỷ thứ hai của một nửa sau thế kỷ XX và đã chứng kiến chất lượng cuộc sống của con người ngày càng tăng lên rõ rệt so với năm nghìn năm trước. Những rủi ro đầu tư của thời kỳ đã qua cũng không hề nhỏ và phần thưởng cho những người thành công còn lớn hơn nhiều. Tuy nhiên, trong lĩnh vực đầu tư này, rủi ro và phần thưởng của một trăm năm vừa qua chỉ là rất nhỏ so với năm mươi năm tới.

Trong những trường hợp như vậy, tốt nhất là chúng ta nên nắm giữ những cổ phiếu mà chúng ta đã mua. Tất nhiên, chúng ta hầu như vẫn chưa khống chế được chu kỳ kinh doanh. Chúng ta thậm chí không thể cải tạo được. Trái lại, chúng ta đã thêm vào chu kỳ đó những nhân tố mới có ảnh hưởng quan trọng tới nghệ thuật đầu tư cổ phiếu thường. Một trong những nhân tố này chính là bộ máy quản lý trong các doanh nghiệp hiện đại cùng với tất cả những gì mà nó đã làm để tạo thế mạnh cho tính chất đầu tư của cổ phiếu thường. Một nhân tố khác nữa là việc áp dụng, kiểm soát những thành tựu của nghiên cứu khoa học và công nghệ tiên tiến.

Những nhân tố này xuất hiện không làm thay đổi các nguyên tắc thành công cơ bản trong đầu tư chứng khoán, mà trái lại chúng khiến các nguyên tắc này trở nên quan trọng hơn bao giờ hết. Cuốn sách này được viết với nỗ lực chỉ ra các nguyên tắc cơ bản như nên mua loại cổ phiếu nào, khi nào thì mua, mà đặc biệt hơn cả là không bao giờ bán cổ phiếu đó đi cả – với điều kiện là công ty mà bạn mua cổ phiếu vẫn duy trì được các tính chất của một doanh nghiệp thành công.

Tôi hy vọng rằng những phần đề cập đến các lỗi thông thường nhất mà nhiều nhà đầu tư mắc phải sẽ được quan tâm. Tuy nhiên, cũng cần phải nhớ rằng đối với ai không có đủ kiên nhẫn và tính kỷ luật thì biết những quy tắc và hiểu những lỗi thông thường này cũng chẳng thể giúp ích gì. Nhiều năm trước một trong những nhà đầu tư giỏi giang nhất mà tôi từng biết đã nói với tôi rằng trên thị trường chứng khoán, một hệ thần kinh vững vàng còn quan trọng hơn là một cái đầu thông minh. Có lẽ Shakespeare đã vô tình tóm lược được quá trình để đầu tư cổ phiếu thành công bằng một câu nói: "Đời ai cũng có một vận may mà nếu ai biết tận dụng sẽ trở nên giàu có".

PHẦN II: GIẤC NGỦ NGON CHO CÁC NHÀ ĐẦU TƯ CẨN TRỌNG

Lời giới thiệu

Mặc dù rất khó có thể đánh giá chuẩn xác, song có một điều hết sức rõ ràng là trong thế kỷ này chỉ có một lần duy nhất trước đây lòng tin của nhà đầu tư Mỹ lại giảm sút như thời điểm tôi viết cuốn sách này. Chỉ số bình quân công nghiệp Dow Jones luôn được biết đến và công bố rộng rãi như một chỉ số tuyệt vời về những thay đổi hàng ngày trên thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, khi chúng ta xem xét trong thời gian dài, thì chỉ số bình quân này sẽ che đậy chứ không phải tiết lộ chính xác mức độ tổn thất mà người nắm giữ cổ phiếu thường trong những năm vừa qua phải gánh chịu. Một chỉ số ngầm chỉ ra những gì đã xảy đến đối với các cổ phiếu thường có tính thanh khoản nhất và không quá xem trọng vào số lượng đầu cổ phiếu tính trong nhóm chỉ số, cho thấy thị giá cổ phiếu trung bình giữa năm 1974 đã giảm xuống 70% so với mức cao điểm năm 1968.

Khi phải đối mặt với thiệt hại này, phần lớn các nhóm nhà đầu tư đều hành động theo những hướng hoàn toàn có thể dự đoán được. Một nhóm đã bán tống bán tháo các cổ phiếu mặc dù rất nhiều công ty vẫn đang hoạt động tốt một cách đáng ngạc nhiên. Trong một môi trường mà lạm phát ngày càng gia tăng là xu thế không thể tránh khỏi, thì các cổ phiếu được lựa chọn đúng đắn sẽ ít rủi ro hơn nhiều so với các cổ phiếu có vẻ an toàn hơn khác. Có một nhóm lớn hơn lại có những mối quan tâm đặc biệt: những người quyết định "từ nay trở đi chúng ta sẽ hành động thận trọng hơn". Thông thường họ sẽ chỉ mua cổ phiếu của những công ty lớn nhất mà hầu hết mọi người đều biết tiếng. Rất ít nhà đầu tư Mỹ và hầu như chẳng có nhà đầu tư nào ở Đông Bắc không biết đến cái tên Penn Xural và Consolidated Edison hay những dịch vụ của các công ty này. Dựa trên những tiêu chuẩn thông thường, nhiều người coi Penn Xural vài năm trước và Consolidated Edison thời gian gần đây là những khoản đầu tư an toàn. Thật không may, có quá nhiều sự hiểu nhầm giữa hành động thận trọng và hành động theo số đông, nên đối với những ai thật sự muốn bảo toàn tài sản của mình thì toàn bộ các vấn đề này cần phải được làm sáng tỏ, khởi đầu từ hai định nghĩa:

1. Khoản đầu tư an toàn là khoản đầu tư có khả năng duy trì sức mua ở mức rủi ro tối thiểu.

2. Đầu tư an toàn là việc hiểu một khoản đầu tư an toàn bao gồm những gì và sau đó đối với mỗi danh mục đầu tư cụ thể, sẽ tiến hành những quy trình cần thiết để xác định xem liệu những lựa chọn đầu tư trên có phải là những khoản đầu tư an toàn không.

Theo đó, để trở thành nhà đầu tư cẩn trọng, nhà đầu tư hay các cố vấn cho anh ta phải tuân theo hai điều. Thứ nhất, cần phải hiểu các tiêu chí bắt buộc trong những khoản đầu tư an toàn. Tiếp theo, phải xem xét xem những khoản đầu tư đó có thỏa mãn các tiêu chí trên không. Nếu thiếu cả hai điều kiện đó, người mua cổ phiếu thường sẽ không phải là nhà đầu tư với mục đích bảo toàn vốn.

Theo tôi, việc loại bỏ triệt để những nhầm lẫn về các vấn đề như thế này rất quan trọng. Không chỉ bản thân các cổ đông mà nền kinh tế Mỹ nói chung cũng sẽ không thể chấp nhận việc những người nỗ lực hết sức để hiểu các nguyên tắc này phải chịu những thiệt hại nghiêm trọng mà thế hệ các nhà đầu tư hiện tại phải trải qua – một sự thiệt hại lớn, chỉ thua kém mức thiệt hại trong cuộc Đại khủng hoảng (1929) của thế hệ các nhà đầu tư 40 năm trước. Nước Mỹ ngày nay có vô số cơ hội để cải thiện mức sống cho người dân. Tất nhiên nó có đầy đủ nền tảng công nghệ và bí quyết kỹ thuật để thực hiện điều đó. Song, để đạt được những điều này theo phương thức truyền thống quen thuộc của người Mỹ, sẽ cần phải tiến hành giáo dục lại những nhân tố cơ bản cho nhiều nhà đầu tư cũng như nhiều người trong ngành đầu tư nói chung. Chỉ khi nhiều nhà đầu tư cảm thấy an toàn hơn bởi tình hình thị trường đã thật sự được cải thiện thì thị trường mới mở cửa trở lại cho những đợt niêm yết cổ phiếu mới, giúp các công ty có khả năng huy động thêm vốn cổ phần để tiến hành những dự án mới. Nếu không như vậy, tất cả những gì nước Mỹ cố gắng và cần phải làm – dựa trên nguồn tài trợ của chính phủ và ban quản lý hoạt động dưới quyền của một bộ máy quan liêu cồng kềnh – ở trong hay ngoài nước cũng chỉ là sự hoang phí và không hiệu quả.

Cuốn sách này được chia làm bốn phần riêng biệt. Phần đầu tiên phân tích những khoản đầu tư an toàn mà tôi đã nêu ở định nghĩa số một. Phần thứ hai phân tích trách nhiệm của giới tài chính trong việc góp phần tạo nên thị trường giá xuống hiện nay. Mục đích của tôi không phải là phê phán đơn thuần, mà là giúp mọi người tránh được những sai lầm tương tự trong tương lai và những nguyên tắc đầu tư cơ bản sẽ sáng tỏ hơn khi xem xét những sai lầm đã vấp phải. Phần thứ ba bàn về những hành động cần làm để đảm bảo tiêu chuẩn của đầu tư an toàn như đã đề cập ở định nghĩa số hai. Phần cuối cùng giải quyết những ảnh hưởng gây ra mối nghi ngờ rằng cổ phiếu thường không phải là phương thức hữu hiệu để bảo toàn tài sản – nói cách khác, phải chăng cổ phiếu thường chỉ là phương tiện để đánh bạc? Tôi hy vọng cuốn sách này sẽ chỉ rõ những vấn đề góp phần hình thành thị trường giá xuống vừa qua sẽ tạo ra môi trường mà quyền sở hữu cổ phiếu chỉ là một cái bẫy cho những ai khinh suất hay, như trong các thị trường đầu cơ giá xuống trước đây của lịch sử tài chính Mỹ, sẽ tạo ra những cơ hội kỳ diệu cho những ai có khả năng và tính kỷ luật để nghĩ cho lợi ích của chính mình và hành động độc lập với những xu hướng, suy nghĩ của số đông vào thời điểm đó.

PHILIP A. FISHER

San Mateo, Califonia

1. Thành tố đầu tiên của một khoản đầu tư an toàn

Ưu thế trong sản xuất, marketing, nghiên cứu và kỹ năng tài chính

Một doanh nghiệp với quy mô và loại hình có thể đáp ứng một khoản đầu tư an toàn nhất thiết phải là một tổ chức có cơ cấu hoàn chỉnh. Để hiểu về các thành tố quan trọng trong một khoản đầu tư như vậy, chúng ta sẽ bắt đầu bằng việc phác họa một trong những đặc trưng mà khoản đầu tư đó bắt buộc phải có. Thành tố này có thể chia thành bốn thuộc tính nhỏ như sau:

Chi phí sản xuất thấp

Để có thể thật sự trở thành khoản đầu tư an toàn thì một công ty phải có và duy trì các dây chuyền sản xuất có chi phí ở mức thấp nhất hoặc thấp bằng đối thủ cạnh tranh khác. Chỉ bằng cách này, nó mới có thể cung cấp cho chủ sở hữu mức biên lợi nhuận đủ rộng giữa chi phí và giá bán để tạo ra hai điều kiện mang tính sống còn. Một là độ trễ cần thiết nằm ở dưới điểm hòa vốn trong cạnh tranh. Khi ngành gặp phải một năm hoạt động tồi tệ, giá bán sản phẩm sẽ không ở dưới điểm hòa vốn lâu. Khi đó, do những khoản lỗ từ các cuộc cạnh tranh chi phí sản xuất quá lớn, nên một số đối thủ cạnh tranh trong ngành sẽ buộc phải đóng cửa dây chuyền sản xuất. Điều này tự động làm tăng lợi nhuận của những công ty có chi phí thấp còn sống sót, nhờ thu lợi từ sản lượng tăng lên do nhận được thêm đơn hàng mà trước đây dành cho những nhà máy nay đã đóng cửa. Những doanh nghiệp có chi phí thấp sẽ thu lợi nhiều hơn khi nguồn cung từ đối thủ cạnh tranh ngày càng giảm. Điều này không chỉ thúc đẩy nó hoạt động sản xuất nhiều hơn mà còn tăng giá khi nguồn cung trên thị trường không dồi dào như trước.

Điều kiện thứ hai là công ty phải đạt được mức biên lợi nhuận đủ để có thể tạo ra phần lớn hoặc toàn bộ khoản đầu tư cần thiết cho tăng trưởng. Do đó, có thể tránh được hầu hết hoặc hoàn toàn nhu cầu bức thiết phải huy động thêm nguồn vốn dài hạn mà có thể dẫn đến việc a) buộc phải phát hành các cổ phần mới và làm pha loãng, giảm giá trị các cổ phần hiện có và b) tạo ra gánh nặng về nợ, với các khoản cổ tức cố định phải trả và các kỳ hạn phải thanh toán cố định (phần lớn trả từ các khoản thu nhập trong tương lai) khiến rủi ro của những người nắm giữ cổ phiếu càng gia tăng.

Tuy nhiên, những doanh nghiệp có chi phí sản xuất thấp làm tăng độ an toàn và tính bảo toàn vốn của việc đầu tư, nhưng đồng thời sẽ giảm mức độ hấp dẫn đầu cơ khi thị trường vào giai đoạn giá lên mạnh. Lúc đó những công ty chi phí cao, rủi ro hơn và mức biên lợi nhuận cao hơn sẽ luôn đạt tỷ lệ tăng lợi nhuận cao hơn nhiều so với những công ty nói trên. Có thể lý giải điều

này bằng một phép toán đơn giản. Hãy tưởng tượng hai công ty có cùng quy mô mà trong thời kỳ hoạt động bình thường đều bán cùng một loại sản phẩm với giá 10 xu. Công ty A thu lợi nhuận 4 xu/chiếc (chi phí mất 6 xu) và công ty B thu lợi nhuận 1 xu/chiếc (chi phí mất 9 xu). Bây giờ, giả sử chi phí và quy mô vẫn giữ nguyên nhưng hiện tại nhu cầu tăng thêm khiến giá tăng lên 12 xu. Lúc này công ty hoạt động mạnh hơn sẽ tăng lợi nhuận từ 4 xu lên 6 xu, thu thêm 50% lợi nhuận so với mức cũ, nhưng công ty có chi phí cao hơn lại thu lợi nhuận là 3 xu/chiếc, tăng thêm 300%. Đó cũng là lý do tại sao trong ngắn hạn lợi nhuận của những công ty có chi phí sản xuất cao đôi khi lại tăng hơn nhiều trong thời kỳ thị trường tăng giá và cũng là lý do tại sao, một vài năm sau, khi thời kỳ khó khăn xuất hiện, giá quay về mức 8 xu, thì công ty mạnh vẫn thu lợi nhuận tương đối dù đã giảm đi so với trước đó. Nếu như những công ty có chi phí sản xuất cao không bị phá sản, thì có thể một nhóm mới các nhà đầu tư sẽ bị tổn thương nặng nề. Nhà đầu tư (hoặc có thể là nhà đầu cơ tưởng mình là nhà đầu tư) luôn chắc chắn rằng có điều gì sai sót đã xảy ra với hệ thống thay vì do chính họ gây ra.

Tất cả những điều tôi viết ở trên đều đề cập đến những công ty trong lĩnh vực sản xuất; bởi vậy tôi dùng thuật ngữ "dây chuyền sản xuất". Tất nhiên, có rất nhiều công ty không hề hoạt động trong lĩnh vực này, mà là trong lĩnh vực dịch vụ như bán buôn, bán lẻ hoặc trong lĩnh vực tài chính như ngân hàng hay bảo hiểm. Trong trường hợp này, những quy tắc trên vẫn có thể áp dụng được nhưng phải thay thế từ "sản xuất" bằng từ "hoạt động" và "chi phí sản xuất cao/thấp" bằng "chi phí hoạt động cao/thấp".

Tổ chức marketing mạnh

Một nhân viên marketing giỏi phải luôn quan tâm đến những thay đổi trong nhu cầu của khách hàng để công ty có thể cung cấp đúng thứ mọi người muốn mua trong thời điểm hiện tại chứ không phải là trước đây. Ví dụ, khi bước sang thế kỷ XX, sẽ là bất hợp lý nếu các công ty sản xuất xe độc mã cố gắng cạnh tranh bằng cách cải tiến xe độc mã thay vì chuyển sang sản xuất ôtô hay thay đổi hoàn toàn lĩnh vực hoạt động. Một ví dụ gần gũi với chúng ta hơn là sau khi có lệnh cấm vận dầu mỏ ở A-rập, người dân Mỹ bắt đầu nhận ra là các xe ôtô lớn ngốn xăng kinh khủng. Một bộ phận trong ngành ôtô đã sai lầm khi không nắm bắt được thực tế là số lượng hợp đồng nhập khẩu thiết bị nhỏ ngày càng tăng, chứng tỏ nhu cầu của dân chúng đang chuyển sang sử dụng loại xe nhỏ rẻ hơn, ít hao xăng và dễ tìm chỗ đỗ, thay vì những mẫu xe lớn, hào nhoáng hơn mà họ rất ưa chuộng trong nhiều năm trước.

Tuy nhiên, việc nhận ra những thay đổi trong thị hiếu của số đông và phản ứng kịp thời với những thay đổi này vẫn là chưa đủ. Trong kinh doanh, khách hàng trên khắp thế giới sẽ không đơn giản đến gõ cửa công ty bạn chỉ bởi bạn có những mánh khóe lừa lọc. Trong thế giới

thương mại đầy cạnh tranh, vấn đề sống còn là phải khiến cho khách hàng tiềm năng thấy được ưu thế vượt trội của một sản phẩm hay loại hình dịch vụ. Và khách hàng chỉ có thể nhận ra điều này khi bạn thật sự hiểu họ muốn gì (đôi khi ngay cả trong trường hợp khách hàng chưa nhận ra vì sao những lợi ích này lại hấp dẫn) và giải thích cho họ lợi ích mà họ thu được khi mua sản phẩm đó chứ không phải là lợi ích của người bán.

Tùy thuộc vào ngành kinh doanh mà việc này sẽ được thực hiện tốt nhất bằng quảng cáo, bằng đội ngũ nhân viên bán hàng, hay một số tổ chức độc lập chuyên nghiên cứu thị trường. Nhưng trong mọi trường hợp, ban quản lý luôn phải giám sát sát sao và đánh giá chính xác hiệu quả của chi phí khi sử dụng bất cứ phương tiện nào. Thiếu một bộ máy quản lý tài năng trong những lĩnh vực này, có thể dẫn đến việc a) tuột mất rất nhiều thương vụ; b) chi phí phụ trội quá cao và do đó lợi nhuận thu được trong các thương vụ sẽ thấp hơn; và c) không đạt được mức lợi nhuận tối đa cho dòng sản phẩm, bởi lợi nhuận của công ty được cấu thành từ nhiều yếu tố trong mỗi dòng sản phẩm. Một dây chuyền sản xuất hay một hệ thống điều hành hiệu quả nhưng lại yếu kém trong lĩnh vực marketing sẽ chỉ thu được một phần nhỏ kết quả so với khả năng thật sự của nó.

Có nhiều nỗ lực nghiên cứu và áp dụng công nghệ nổi trội

Mới cách đây không lâu, khả năng áp dụng công nghệ nổi trội chỉ xuất hiện trong một số ít ngành liên quan chủ yếu đến khoa học và công nghệ như điện tử, chinh phục không gian, dược phẩm và hóa phẩm. Khi các ngành này phát triển, những công nghệ đã được áp dụng rộng rãi trong ngành sẽ thâm nhập vào tất cả các dây chuyền sản xuất và gần như là tất cả các loại hình dịch vụ. Ngày nay, nghiên cứu công nghệ đã trở nên ngày càng quan trọng đối với các nhà sản xuất giày, ngân hàng, các công ty bán lẻ hay công ty bảo hiểm… Những nỗ lực áp dụng công nghệ hiện tại nhằm hai mục tiêu: 1) để sản xuất những sản phẩm mới tốt hơn (tất nhiên, trong trường hợp này, vai trò của các nhà khoa học nghiên cứu thể hiện trong lĩnh vực hóa phẩm sẽ rõ rệt hơn là trong lĩnh vực bách hóa tổng hợp) và 2) để có thể cung cấp các dịch vụ tốt hơn hoặc ở mức chi phí thấp hơn trước. Với mục tiêu thứ hai, trình độ công nghệ xuất sắc có vai trò như nhau đối với các ngành này. Thực tế, trong một số ngành kinh doanh dịch vụ, những phân nhánh tích cực áp dụng công nghệ đang mở ra nhiều dòng sản phẩm mới cũng như giúp mang lại các cách thức cung cấp dịch vụ cũ tốt hơn. Ngân hàng là một ví dụ, thiết bị nhận dữ liệu đầu vào điện tử và máy tính mini với chi phí thấp đang ngày càng hỗ trợ tích cực cho việc cung cấp nhiều dịch vụ kế toán và ghi sổ sách hoàn thiện hơn cho khách hàng, nhờ đó tạo ra những dòng sản phẩm mới cho các tổ chức này.

Trong lĩnh vực nghiên cứu và công nghệ, hiệu quả của hoạt động marketing giữa các công ty rất khác nhau. Trong quá tình phát triển sản phẩm mới, tính phức tạp của nhiệm vụ càng chứng tỏ điều này. Năng lực hay tài năng của đội ngũ nghiên cứu so với công ty khác cũng chỉ là một trong những nhân tố ảnh hưởng đến lợi ích thu được từ nỗ lực nghiên cứu của công ty. Để phát triển sản phẩm mới thường cần phải huy động nỗ lực của rất nhiều nhà nghiên cứu, mỗi người có kỹ năng trong một lĩnh vực công nghệ riêng biệt cụ thể. Mức độ hợp tác với nhau (hay được người lãnh đạo chỉ đạo hợp tác và khuyến khích nhau tốt đến đâu) cũng quan trọng như tài năng và sự khéo léo của từng cá nhân. Bên cạnh đó, để tối đa hóa lợi nhuận, vấn đề sống còn là không phát triển bất cứ sản phẩm nào ngoài những sản phẩm mà khách hàng có nhu cầu, hay sản phẩm có thể tiêu thụ được nhờ đội ngũ marketing hiện tại của công ty và sản phẩm có thể bán ở mức giá thu được lợi nhuận cao. Để làm được điều đó, đội ngũ nghiên cứu, marketing và sản xuất cần cộng tác hiệu quả. Đội ngũ nghiên cứu xuất sắc của một doanh nghiệp có thể sẽ chẳng có giá trị gì ngoài việc phải chịu trách nhiệm nếu phát triển những sản phẩm không tiêu thụ được. Để đạt được tối đa tính ưu việt về đầu tư, một công ty phải có khả năng kiểm soát tốt tất cả các mối cộng tác phức tạp này, tuy nhiên cũng không nên kiểm soát quá mức, để tránh thủ tiêu động lực làm việc và sự thông minh sáng tạo của các nhân viên nghiên cứu.

Kỹ năng tài chính

Rất nhiều lần trong phần thảo luận về dây chuyền sản xuất, marketing và nghiên cứu, tôi đã sử dụng thuật ngữ "lợi nhuận" và "biên lợi nhuận". Trong công ty lớn với dây chuyền sản xuất đa dạng hóa, không thể xác định chắc chắn chi phí của mỗi sản phẩm so với những sản phẩm còn lại, bởi hầu hết còn nhiều chi phí ngoài chi phí nhân công trực tiếp và nguyên vật liệu được kết tinh trong hầu hết các sản phẩm đó. Những công ty có kỹ năng tài chính tốt có một vài lợi thế trội hơn hẳn. Họ có thể biết chi phí của mỗi sản phẩm là bao nhiêu, họ có thể dồn nỗ lực vào những nơi có thể thu được lợi nhuận tối đa. Có kiến thức và kinh nghiệm sâu sắc về độ lớn của mỗi nhân tố chi phí, không chỉ trong sản xuất mà còn trong bán hàng và nghiên cứu, sẽ giúp chúng ta hiểu rõ đến cả những chu trình hoạt động nhỏ nhất của công ty, từ đó nỗ lực giảm chi phí tại những chu trình cần thiết (bằng cải tiến công nghệ hoặc cải thiện công việc cụ thể của từng nhân viên). Quan trọng hơn cả, bằng việc chi ngân sách và kế toán hợp lý với chuyên môn cao, những công ty danh tiếng có thể tạo ra một hệ thống cảnh báo sớm giúp phát hiện kịp thời các ảnh hưởng tiêu cực đe dọa đến lợi nhuận dự kiến của công ty, tránh được những cú sốc gây thiệt hại lớn cho các nhà đầu tư. Không chỉ vậy, những kỹ năng tài chính tuyệt vời của một công ty còn đem lại cho nhà đầu tư những lựa chọn đầu tư vốn tốt hơn giúp tạo ra mức thu cao nhất tính trên cơ sở nguồn vốn đầu tư của công ty. Hơn nữa, kỹ năng này còn giúp các công ty kiểm

soát tốt hơn các giấy báo thu và bản kiểm kê của mình, một vấn đề ngày càng đóng vai trò quan trọng trong những thời kỳ tỷ suất lợi nhuận ở mức cao.

Tôi tổng kết lại như sau: công ty đáp ứng được tiêu chí đầu tiên của một khoản đầu tư an toàn là công ty sản xuất hay hoạt động với chi phí rất thấp trong ngành, có khả năng nổi trội về marketing và kỹ năng tài chính, có kỹ năng tốt về những vấn đề quản lý phức tạp để có thể thu được kết quả cao nhất từ việc tổ chức nghiên cứu và áp dụng công nghệ mới. Trong một thế giới không ngừng thay đổi chóng mặt, công ty đó là 1) một công ty có khả năng phát triển hàng loạt sản phẩm mới hay dây chuyền sản xuất cho hiệu quả cao hơn việc cải tiến các dây chuyền cũ mà sẽ trở nên lạc hậu khi các công ty khác cải tiến công nghệ; 2) một công ty có khả năng thiết kế các dây chuyền sản xuất chi phí thấp ở mức hợp lý để tạo ra những dòng lợi nhuận sẽ tăng nhanh hơn hoặc bằng mức tăng doanh số, và thậm chí trong những năm ảm đạm nhất của cả ngành cũng sẽ không thu hẹp đến mức có thể đe dọa tính an toàn của một khoản đầu tư trong ngành; và 3) công ty có khả năng bán những sản phẩm mới và sản phẩm được công ty phát triển trong tương lai ở mức lợi nhuận ít nhất là ngang bằng lợi nhuận của những sản phẩm hiện tại.

Đây là bức tranh về một thành tố của khoản đầu tư khôn ngoan. Nếu không bị các thành tố khác ảnh hưởng, nhà đầu tư sẽ không phải thất vọng với khoản đầu tư này. Tuy nhiên, trước khi tiếp tục xem xét các thành tố khác, bạn cần phải hiểu thêm một điểm sau. Nếu như mục tiêu của chúng ta là bảo toàn vốn, thì tại sao lại bàn quá nhiều về tăng trưởng và phát triển những sản phẩm mới? Tại sao không duy trì hoạt động ở quy mô và mức lợi nhuận hiện tại, không phải đối mặt với rủi ro khi tiến hành những nỗ lực mới? Khi thảo luận về ảnh hưởng của lạm phát đối với đầu tư, chúng ta sẽ thấy tầm quan trọng của tăng trưởng. Về cơ bản, bạn không bao giờ được quên rằng, trong một thế giới thay đổi không ngừng này, không có gì tồn tại quá lâu. Chúng ta không thể đứng yên một chỗ. Một công ty hoặc là tiến lên hoặc là tụt hậu. Tấn công mạnh mẽ chính là cách phòng thủ tốt nhất. Chỉ bằng cách tăng trưởng mạnh mẽ hơn, một công ty mới có thể tránh bị tụt dốc. Điều này đúng trong quá khứ và sẽ càng đúng trong tương lai. Bởi ngoài tốc độ đổi mới công nghệ ngày càng nhanh, những thói quen mua sắm, những nhu cầu mới của chính phủ cũng thay đổi với tốc độ khiến ngay cả những ngành công nghiệp ì ạch nhất cũng phải thay đổi.

2. Thành tố thứ hai

Yếu tố con người

Nếu như thành tố thứ nhất của một khoản đầu tư an toàn chủ yếu hướng vào kết quả đạt được của doanh nghiệp, thì thành tố thứ hai liên quan đến những yếu tố đã và quan trọng hơn, sẽ tạo ra những kết quả đó trong tương lai. Yếu tố con người chính là nguồn lực chủ yếu góp phần tạo ra những kết quả có thể khiến công ty này trở thành khoản đầu tư đáng giá trong khi công ty khác chỉ là khoản đầu tư trung bình hay tệ hại.

Edward H. Heller là một nhà đầu tư mạo hiểm hàng đầu, những chỉ dẫn trong suốt sự nghiệp của ông đã ảnh hưởng tới nhiều quan điểm trong cuốn sách này. Ông đã sử dụng thuật ngữ "tinh thần mạnh mẽ" khi nói đến một kiểu người mà ông sẵn sàng hỗ trợ tài chính. Ông nói rằng đằng sau mỗi doanh nghiệp thành công vượt trội thường là một tính cách mạnh, với tinh thần doanh nhân kiên định, cùng những động lực, sáng kiến và kỹ năng có thể giúp công ty đó trở thành một khoản đầu tư đáng giá.

Quan điểm của Heller hoàn toàn đúng xét trong phạm vi những công ty nhỏ phát triển thành những công ty lớn và tương đối phát đạt. Nhưng đối với những công ty nhỏ phát triển dần lên theo hướng nhằm phù hợp với các khoản đầu tư an toàn, thì quan điểm của Heller bị hạn chế bởi quan điểm của một doanh nhân có tiếng khác – người đã rất hoài nghi về việc liệu có phải là khôn ngoan khi đầu tư vào một công ty mà giám đốc lại là bạn rất thân với ông, lý do là bởi: "Bạn tôi là một trong những người giỏi giang nhất mà tôi từng biết. Anh ta luôn phải đúng trong mọi việc. Trong một công ty nhỏ điều này có thể tốt. Nhưng khi công ty phát triển lớn hơn, đôi lúc những nhân viên dưới quyền bạn cũng cần phải đúng."

Sau đây là một dấu hiệu nhận biết thành tố thứ hai của một khoản đầu tư an toàn thật sự: giám đốc điều hành của doanh nghiệp luôn theo đuổi mục tiêu tăng trưởng dài hạn, luôn tìm kiếm đội ngũ nhân viên có tài và giao cho họ một số quyền chủ động đáng kể để điều hành các chi nhánh và bộ phận khác nhau của công ty. Những người này phải thật sự cống hiến cho công việc, không cạnh tranh trong nội bộ và luôn làm việc sát cánh cùng nhau để đạt được mục tiêu công ty đề ra. Tại các doanh nghiệp sẽ trở thành khoản đầu tư tuyệt vời, lãnh đạo cấp cao phải dành thời gian tìm kiếm và đào tạo các nhân viên cấp trung có trình độ, động lực để có thể tiếp quản tốt công việc từ đội ngũ quản lý cấp cao có thâm niên vào bất cứ thời điểm nào cần sự thay thế. Lần lượt, tại mỗi cấp từ trên xuống trong hệ thống, cần phải chú ý xem những người ở cấp này có thực hiện những điều tương tự đối với những người thuộc cấp dưới của họ hay không.

Nhưng điều này không có nghĩa là một công ty thật sự đạt tiêu chí của khoản đầu tư an toàn chỉ nên thăng chức cho những người trong công ty và không bao giờ tuyển từ bên ngoài trừ ở cấp thấp nhất hoặc những người mới bắt đầu? Một công ty tăng trưởng với tốc độ rất nhanh có thể có nhu cầu tuyển thêm người do không kịp có thời gian đào tạo nhân viên trong nội bộ công ty để đảm nhận vị trí đó. Hơn nữa, ngay cả công ty hoạt động tốt nhất thỉnh thoảng cũng cần những người có trình độ chuyên môn cao và các kỹ năng khác biệt với những hoạt động thông thường mà không thể tìm thấy trong nội bộ công ty. Đó có thể là các lĩnh vực cụ thể như luật, bảo hiểm hay lĩnh vực nào đó liên quan đến khoa học, khác xa so với những hoạt động chính của công ty. Ngoài ra, người ngoài công ty còn có thể đưa ra những quan điểm mới mẻ về cách dùng người cho hội đồng quản trị hay những ý tưởng mới có thể tạo ra phương pháp làm việc tốt hơn.

Tuy nhiên, nhìn chung các công ty thật sự có giá trị đầu tư thường thăng cấp từ nội bộ công ty. Bởi vì tất cả những công ty đáng để đầu tư nhất (không nhất thiết phải là những công ty lớn nhất hay tiếng tăm nhất) đều đề ra một loạt chính sách và phương hướng thực hiện riêng biệt đối với mỗi mục tiêu của họ. Nếu những phương cách này thật sự có giá trị, thì rất khó và thường là không thể điều chỉnh chúng sang một phương thức làm việc hoàn toàn khác. Những người mới đến càng giữ vị trí cao trong công ty thì sự chỉnh sửa này lại càng tốn kém hơn. Mặc dù không thể đưa ra con số thống kê nào để chứng minh cho quan điểm này, nhưng qua quan sát tôi nhận thấy rằng ở các công ty điều hành tốt, một số lượng lớn nhân viên điều hành tuyển từ bên ngoài được đưa lên những vị trí gần cao nhất có khuynh hướng rời công ty chỉ sau vài năm.

Có một điều mà nhà đầu tư có thể chắc chắn: việc một công ty lớn cần tuyển giám đốc điều hành mới từ bên ngoài chính là tín hiệu cho thấy có sự bất ổn căn bản trong đội ngũ quản lý hiện tại của công ty – cho dù các bản báo cáo thu nhập hiện tại đưa ra những dấu hiệu bên ngoài tốt đẹp đến đâu. Có thể vị chủ tịch mới sẽ hoàn thành nhiệm vụ rất tốt và kịp tạo lập một đội ngũ quản lý xuất sắc để tổ chức có thể tồn tại mà không bao giờ phải trải qua một cơn biến động nào nữa. Nhờ vậy, vào thời điểm vị chủ tịch hoàn thành tốt nhiệm vụ này, cổ phiếu của công ty đó có thể rất đáng giá đối với nhà đầu tư khôn ngoan. Nhưng quá trình tái cơ cấu có thể kéo dài quá lâu và rủi ro quá cao mà nếu nhà đầu tư nhận ra một trong những cổ phiếu anh ta nắm giữ gặp phải tình huống này, anh ta sẽ phải xem xét lại tất cả hoạt động đầu tư của mình để xác định xem liệu nền tảng của những khoản đầu tư vừa qua có vững chắc không?

Các nhà đầu tư luôn có thể dễ dàng nhận ra một ban quản trị chỉ có một cá nhân nổi bật hơn hẳn hay gồm một tập thể làm việc ăn ý. Mức lương hàng năm của ban quản trị cấp cao ở tất cả các công ty cổ phần đều được công bố trong các báo cáo thường niên. Nếu lương của người cấp

cao nhất lớn hơn nhiều so với lương của hai hay ba người ở cấp tiếp theo, thì công ty đó đang trong tình trạng đáng báo động.

Đối với các nhà đầu tư muốn thu được lợi nhuận tối đa thì việc các thành viên trong ban quản lý làm việc với nhau như một tập thể và có khả năng lấp những chỗ trống ở cấp cao hơn vẫn chưa đủ. Còn cần phải có càng nhiều càng tốt những con người có "tinh thần mạnh mẽ" như Heller đã nói – những người có tài năng và quyết tâm không bao giờ hài lòng với hiện tại, mà luôn muốn phát triển bản thân tới những tầm cao hơn. Rất khó tìm được những người như vậy. Motorola, Inc., có những lúc không hề nhận được sự quan tâm từ giới tài chính, đã cho thấy nó có thể tiến xa hơn nhiều trong lĩnh vực này so với những gì mọi người dự đoán.

Năm 1967, ban quản lý của Motorola nhận thấy với tốc độ tăng trưởng nhanh trong những năm sắp tới, chắc chắn sẽ cần phải mở rộng đội ngũ quản lý cấp cao. Vì vậy, trong năm đó, Motorola đã tự mở một học viện đào tạo quản lý tại Oracle, Arizona. Nó được thành lập ở một khu vực cách xa các hoạt động thường ngày tại văn phòng và nhà máy của công ty, và như vậy hai điều có thể xảy ra: những nhân sự có triển vọng đặc biệt và đang trong diện quy hoạch của Motorola sẽ được đào tạo về các vấn đề nằm ngoài phạm vi hoạt động thường ngày của họ để có thể đảm nhận những trọng trách lớn hơn; đội ngũ quản lý cấp cao có thể kiểm nghiệm được phẩm chất của những người này từ rất sớm.

Khi học viện quản lý thành lập, một số thành viên trong ban quản lý hoài nghi là có đáng bỏ ra quá nhiều công sức cho nó không. Bởi vì, theo họ có chưa đến 100 người trong toàn bộ tập đoàn Motorola đủ tài năng xứng với các khóa huấn luyện đặc biệt như vậy. Nhưng thực tế đã phủ nhận những hoài nghi đó. Mỗi năm, học viện này mở năm đến sáu khóa học, mỗi khóa gồm 14 học viên. Vào khoảng giữa năm 1974, khoảng 400 thành viên của Motorola đã hoàn thành khóa đào tạo quản lý; và rất nhiều người, bao gồm cả một số phó chủ tịch hiện nay, có trình độ quản lý tốt hơn nhiều so với trước khi được cử đi học. Không những thế, hiệu quả của các khóa học cũng tăng lên không ngừng. Với số lượng nhân viên ngày càng tăng và với mức tăng trưởng hiện tại của tập đoàn, Motorola hoàn toàn có thể tìm đủ số lượng nhân viên có triển vọng để duy trì hoạt động. Đứng trên quan điểm của nhà đầu tư, tất cả những điều này đều cho thấy nếu muốn phát huy tối đa khả năng, thì thậm chí cả những công ty tăng trưởng rất mạnh cũng cần tăng thêm số lượng những người xuất sắc từ nội bộ công ty để có thể duy trì ưu thế cạnh tranh mà không gặp phải những rủi ro, va chạm, thất bại thường thấy trong một số công ty phải tìm kiếm nhân tài bên ngoài nhiều hơn so với số lượng ít ỏi công ty hiện có.

Mỗi người đều có một cá tính, tương tự như vậy, mỗi công ty lại có phương thức làm việc riêng – một số cấu thành những chính sách rõ ràng, một số thì không – phân biệt nó với tất cả các

công ty khác. Dường như công ty càng thành công thì càng dễ thấy điểm khác biệt trong một số chính sách của nó. Điều này đặc biệt đúng với những công ty đã thành công trong thời gian khá dài. Khác với cá nhân – những đặc điểm tính cách cơ bản thay đổi nhưng rất hiếm khi đạt đến độ trưởng thành, phương thức làm việc của công ty không chỉ chịu tác động từ những sự kiện bên ngoài mà còn từ những phản ứng phát sinh từ những sự kiện đó của hàng loạt cá nhân khác nhau, mà theo thời gian sẽ lần lượt lên nắm giữ các vị trí chủ chốt trong tổ chức.

Tuy chính sách giữa các công ty có thể rất khác nhau, nhưng có ba nhân tố chính mà một công ty luôn cần phải có, nếu như muốn cổ phiếu có giá trị và trở thành khoản đầu tư an toàn và dài hạn của các nhà đầu tư nắm giữ nó:

1. Công ty phải luôn nhận thức được rằng nó đang hoạt động trong một thế giới thay đổi ngày càng nhanh.

Tất cả lối tư duy và lập kế hoạch của công ty đều phải luôn tạo ra thách thức đối với các hoạt động hiện tại của nó – thách thức liên tục chứ không phải thỉnh thoảng. Cách tốt nhất là phải luôn kiểm tra và kiểm tra lại các phương thức làm việc đã quen thuộc của công ty. Để thích nghi với thay đổi, chúng ta phải chấp nhận những rủi ro có thể xảy ra trong quá trình áp dụng phương pháp mới. Công ty không thể duy trì mãi một lề lối làm việc chỉ bởi vì trước đây nó tỏ ra rất hữu hiệu và hợp truyền thống. Những công ty có phương thức hoạt động cứng nhắc và không luôn tự thách thức chính mình sẽ không tránh khỏi tụt hậu. Trái lại, bộ máy quản lý tại những công ty lớn luôn xem xét, cố gắng cơ cấu lại bộ máy của mình để bắt kịp thay đổi sẽ tạo ra những thành quả giá trị nhất cho cổ đông của mình. Dow Chemical Company là một ví dụ điển hình. Hàng loạt thành tựu mà công ty đạt được trong vòng mười năm qua đã vượt xa những công ty lớn khác trong cùng ngành ở Mỹ, nếu không muốn nói là trên toàn thế giới. Có lẽ mốc đánh dấu quan trọng nhất của Dow chính là thời điểm công ty chia bộ máy quản lý cũ của mình thành năm chi nhánh quản lý riêng biệt theo khu vực địa lý (Dow USA, Dow Europe, Dow Canada,…). Tập đoàn này tin rằng chỉ bằng cách đó họ mới có thể nhanh chóng giải quyết những vấn đề về khác biệt vùng miền và tránh được tính quan liêu, kém hiệu quả thường xảy ra với những bộ máy cồng kềnh. Chủ tịch của Dow Europe đã nhận xét về hiệu quả của biện pháp này: "Các chi nhánh của chúng tôi trên toàn thế giới đang gặt hái được rất nhiều kết quả từ những thách thức do thời đại ngày nay mang lại. Các chi nhánh đó, chứ không phải các đối thủ cạnh tranh của chúng tôi, đang tăng trưởng ở mức có thể đưa chúng tôi lên vị trí hàng đầu." Xét trên quan điểm của nhà đầu tư thì có lẽ điểm quan trọng nhất trong sự thay đổi này không phải là công ty đã thay đổi, mà ở chỗ công ty đã thực hiện thay đổi khi nhận thấy Dow có tổng doanh số thấp hơn rất nhiều so với nhiều công ty đa quốc gia khác đang hoạt động rất thành công theo phương thức từ khi thành lập. Nói cách khác, những thay đổi và tiến bộ phải xuất phát từ lối tư

duy luôn đổi mới để tạo ra một hệ thống làm việc hiệu quả hơn, chứ không phải từ những phản ứng bị động để đối phó với khủng hoảng.

Đây chỉ là một trong rất nhiều cách mà các công ty tiên phong như Dow đã làm để đoạn tuyệt với quá khứ nhằm đạt được những thành quả nổi bật và có sức cạnh tranh lớn. Một cách khác là công ty đã tiến hành một bước đi chưa từng có tiền lệ trong lịch sử của ngành: bắt đầu gây dựng một ngân hàng do công ty toàn quyền sở hữu tại Phần Lan nhằm hỗ trợ tài chính cho nhu cầu của khách hàng tại thị trường xuất khẩu. Một lần nữa, đội ngũ quản lý không hề ngần ngại đoạn tuyệt với quá khứ để đi theo con đường rủi ro ở bước ban đầu nhưng sau đó lại gia tăng sức mạnh nội tại của công ty.

Có thể tìm thấy rất nhiều ví dụ trong bảng thành tích của công ty. Tuy nhiên, tôi xin nêu ra một ví dụ nữa để chỉ ra mức độ đa dạng rất lớn ở các khu vực mà công ty tiến hành những hoạt động đó. Đi trước nhiều công ty khác trong khoảng thời gian dài, Dow không chỉ nhận ra nhu cầu phải chi những khoản tiền lớn để tránh ô nhiễm môi trường mà còn đúc kết rằng nếu muốn đạt được kết quả lớn, công ty phải làm nhiều việc thực chất thay vì hô hào suông. Cần phải có sự hợp tác liên tục và thống nhất của các nhà quản lý cấp trung. Do xác định cách chắc chắn nhất để thực hiện được những điều này là thu hút động cơ lợi nhuận của những người trực tiếp liên quan, công ty đã khuyến khích họ tìm cách sinh lợi từ việc biến phế liệu gây ô nhiễm thành sản phẩm có thể bán được. Sau đó, công ty đã đạt được những thành tựu to lớn, ghi dấu ấn trong lịch sử ngành kinh doanh. Với sự hỗ trợ nguồn lực lớn nhất từ bộ máy cấp cao, ban quản lý ở các nhà máy và đội ngũ kỹ sư có kỹ năng hàng đầu ngành hóa chất, Dow đã trở thành công ty dẫn đầu trong việc đẩy lùi ô nhiễm môi trường và được nhiều tổ chức bảo vệ môi trường ca ngợi. Quan trọng hơn, công ty đã tránh được sự thù nghịch trong hầu hết các cộng đồng dân cư có đặt nhà máy của họ. Họ thực hiện được những điều đó chỉ với chi phí rất thấp và trong một số trường hợp, hoạt động đó còn tạo ra lợi nhuận cho công ty.

2. Phải luôn có những nỗ lực tự thân và liên tục thể hiện bằng thực tế chứ không phải thông qua tuyên truyền, nhằm khiến từ nhân viên các cấp cho đến những người thuộc bộ máy quản lý cấp cao nhất đều cảm thấy công ty thật sự là nơi họ có thể làm việc và cống hiến hết mình.

Chúng ta đang sống trong một thế giới mà chúng ta luôn phải bỏ ra một số lượng thời gian cố định mỗi tuần làm những công việc người khác yêu cầu để được nhận lương, mặc dù hẳn ai cũng thích sử dụng những thời gian đó để giải trí, thư giãn. Nếu như một bộ máy quản lý có thể khiến mọi người từ ban lãnh đạo cấp cao nhất cho đến toàn bộ nhân viên nói chung hiểu được công ty đang cố gắng làm mọi việc có thể để tạo ra một môi trường làm việc lý tưởng và quan tâm đến quyền lợi của nhân viên, phần thưởng mà công ty nhận được – năng suất cao hơn và

chi phí thấp hơn – giá trị hơn rất nhiều chi phí mà công ty phải bỏ ra để theo đuổi chính sách đó.

Bước đầu tiên trong chính sách này là cam kết rằng mọi nhân viên trong công ty sẽ được đối xử bằng thái độ và sự quan tâm chân thành. Cách đây khoảng một năm, tôi đọc được bài báo đưa tin một viên chức công đoàn phê phán các công ty lớn nhất của nước mình đã bắt công nhân trong dây chuyền sản xuất phải ăn trưa trong khi tay còn dính đầy dầu mỡ vì ngay cả thời gian rửa tay cũng không có. Vì một số lý do, trước đây tôi không hề quan tâm đến cổ phiếu của các công ty này. Do đó tôi không có chút thông tin nào để xác minh những điều bài báo đưa có đúng sự thật không, hay chỉ được tạo ra khi cuộc đấu tranh trên phương diện tâm lý nhằm đạt được thỏa thuận về tiền công lên đến đỉnh điểm. Tuy nhiên, nếu đúng sự kiện trên đã xảy ra, thì theo tôi, cổ phần của các công ty không còn phù hợp với các nhà đầu tư cẩn trọng nữa.

Bên cạnh cách đối đãi tốt với nhân viên, tôn trọng phẩm giá của họ, còn rất nhiều con đường để gây dựng lòng trung thành của người làm thuê. Trong đó, tiền trợ cấp và kế hoạch phân chia lợi nhuận có vai trò quan trọng đáng kể. Việc giao tiếp qua lại giữa các cấp khác nhau cũng rất quan trọng. Đối với những vấn đề liên quan đến lợi ích chung, phải luôn đảm bảo mọi người đều nắm bắt chính xác các hoạt động mà công ty đang tiến hành và phải giúp nhân viên hiểu tại sao luôn phải xóa bỏ mọi xích mích có thể xảy ra. Việc hiểu thấu suy nghĩ, tâm tư, tình cảm của các thành viên thuộc mọi cấp trong công ty, đặc biệt là những quan điểm trái ngược, còn đóng vai trò quan trọng hơn rất nhiều. Nếu mọi người trong công ty đều có thể bày tỏ bức xúc của mình tới cấp trên mà không sợ bị trù úm thì sẽ rất có lợi, mặc dù không phải lúc nào cũng dễ áp dụng và duy trì chính sách thông thoáng này, bởi sẽ rất mất thời gian nếu như phải giải quyết những bức xúc của những nhân viên gàn dở và thiếu hiểu biết. Khi những bức xúc, phàn nàn xuất hiện, công ty phải luôn kịp thời quyết định các biện pháp cần thực hiện. Những bức xúc âm ỉ quá lâu sẽ gây phát sinh chi phí nhiều nhất.

Một ví dụ điển hình cho những lợi ích thu được khi tạo lập được mục tiêu thống nhất trong toàn bộ nhân viên chính là chương trình "Những nhân viên làm việc hiệu quả" của Texas Instruments. Quá trình thực hiện chương trình này là một bằng chứng tuyệt vời cho sự thông minh và tài tình của bộ máy quản lý khi kiên trì theo đuổi và hoàn thiện chính sách thông thoáng nói trên, thậm chí ngay cả khi các tác động mới từ bên ngoài buộc công ty phải chỉnh sửa một số điểm trong chính sách này. Ngay từ khi mới thành lập, ban quản lý cấp cao của công ty đã luôn theo đuổi một quan niệm sâu sắc rằng nếu thiết lập được một hệ thống mà ở đó mọi nhân viên đều có thể tham gia vào các quyết định thuộc cấp quản lý, nhằm giúp công việc tiến triển tốt hơn, thì mọi người đều được lợi. Nhưng muốn duy trì hứng thú cho mọi thành viên tham gia, thì tất cả họ đều phải thật sự được hưởng lợi từ kết quả do những đóng góp của họ

tạo nên. Vào thập niên 1950, phần lớn dây chuyền sản xuất chất bán dẫn đều sử dụng lao động tay chân, do đó công nhân có rất nhiều cơ hội đưa ra những đề xuất cải tiến quy trình làm việc giá trị. Công ty thường xuyên tổ chức các buổi họp hay lớp học để công nhân trong dây chuyền sản xuất hiểu được bằng cách nào các cá nhân hay nhóm làm việc trong công ty có thể đưa ra những đề xuất cải tiến dây chuyền sản xuất. Cũng trong thời gian đó, thông qua các kế hoạch phân chia lợi nhuận và phần thưởng tuyên dương, mọi thành viên tham gia đều thu được lợi ích tài chính và cảm nhận rằng mình là một thành viên đích thực không thể thiếu trong công ty. Sau đó là bắt đầu một quá trình cơ khí hóa các dây chuyền trong ngành thủ công. Xu hướng ngày càng gia tăng này làm thu hẹp cơ hội tham gia vào dây chuyền của các cá nhân, bởi trong một số lĩnh vực, máy móc dần giữ vai trò điều khiển hoạt động sản xuất. Một số quản đốc trong tổ chức bắt đầu nhận thấy sẽ rất khó khăn để các nhân viên cấp dưới đóng góp ý kiến về quản lý. Tuy nhiên, ban quản trị cấp cao lại có quan điểm hoàn toàn khác hẳn: vai trò tham gia đóng góp của mọi người sẽ lớn hơn trước rất nhiều. Tuy nhiên, bây giờ sẽ là thời kỳ cho nỗ lực của các nhóm công nhân, tập thể làm việc, bởi một nhóm sẽ tự đánh giá những việc cần làm và đặt ra những mục tiêu công việc.

Bởi vì công nhân bắt đầu cảm thấy rằng họ 1) thật sự được tham gia đóng góp ý kiến, chứ không phải chỉ là nhận lệnh, và 2) được thưởng bằng vật chất, được mọi người công nhận và tuyên dương, vì vậy những kết quả đạt được thật kỳ diệu. Trong hàng loạt tình huống, các đội công nhân làm việc đã tự đặt ra những mục tiêu cao hơn rất nhiều so với những mục tiêu mà ban quản lý có thể gợi ý. Thỉnh thoảng, khi mọi người cảm thấy khó có thể hoàn thành những mục tiêu mà họ đề ra hay những cuộc tranh cãi giữa các thành viên trong đội tạo ra ý kiến trái chiều, các công nhân đã đề xuất và tình nguyện đưa ra những đề xuất chưa từng có trước đó như cắt giảm thời gian nghỉ giải lao hay rút ngắn thời gian ăn trưa để giải quyết dứt điểm các vấn đề trên. Áp lực từ phía các đồng nghiệp ngang cấp hướng vào những công nhân có tác phong chậm chạp và lười biếng – những người đe dọa tính khả thi của các mục tiêu mà nhóm đã đặt ra – đã giúp giảm thiểu những hình thức kỷ luật mà họ có thể phải nhận nếu áp dụng phương thức quản lý truyền thống. Những thành quả này không chỉ dành cho công nhân Mỹ, mà còn có tác dụng và lợi ích đối với tất cả mọi thành viên, bất kể màu da và quốc tịch. Mặc dù Mỹ là nước đầu tiên khởi xướng kế hoạch đạt mục tiêu thành tích, nhưng kế hoạch này đã cho những kết quả như nhau không chỉ trong hệ thống nhà máy của tập đoàn Texas Instruments ở các quốc gia công nghiệp phát triển như Pháp và Nhật, mà còn ở Singapore với công nhân người châu Á, và ở Curacao, nơi phần lớn công nhân là người da đen. Tại hầu hết các quốc gia, việc những thành tích mà tập thể công nhân báo cáo lên ban lãnh đạo được công bố rộng rãi, được mọi người công nhận và tán thưởng đã tạo ra những kết quả mang đầy giá trị tinh thần.

Ý nghĩa của những việc này đối với nhà đầu tư đã được chủ tịch công ty, Mark Shepherd, Jr. giải thích rõ ràng trong một buổi họp đại hội cổ đông năm 1974. Ông tuyên bố rằng chỉ số hiệu quả nguồn nhân lực đã được tạo lập gồm tỷ lệ giữa doanh số thuần như công bố và tổng mức lương phải trả. Do chất bán dẫn – dòng sản phẩm lớn nhất của công ty, một trong số ít các sản phẩm trong thế giới lạm phát thường xuyên ngày nay có giá đơn vị giảm – và tiền công tại các nhà máy của công ty tăng tỷ lệ từ 7%/năm ở Mỹ đến 20% ở Ý và Nhật Bản, nên mặc dù hiệu quả nguồn nhân lực có những tiến bộ, thì cũng không hề vô lý khi dự đoán chỉ số này có thể sẽ giảm xuống. Tuy nhiên, chỉ số này lại tăng từ 2,25% lên 2,5% vào cuối năm 1973. Hơn thế nữa, với những kế hoạch cụ thể nhằm đạt được nhiều tiến bộ hơn và kết quả là các quỹ phân bổ lợi nhuận ngày càng tăng lên, công ty đã tuyên bố mục tiêu sẽ tăng chỉ số này lên 3,1% vào năm 1980 – một mục tiêu mà nếu đạt được, công ty sẽ trở thành mảnh đất sinh lợi màu mỡ để đầu tư. Trong suốt nhiều năm, Texas Instruments thường xuyên công bố những mục tiêu dài hạn đầy tham vọng và vẫn tiếp tục theo đuổi cho đến nay.

Xét trên quan điểm của nhà đầu tư, ba ví dụ về chương trình hướng vào con người mà tôi đã chọn để mô tả thành tố thứ hai của một khoản đầu tư an toàn có những điểm tương đồng rất quan trọng. Thật đơn giản khi mô tả chung chung về học viện tuyển chọn và đào tạo những tài năng đặc biệt để đáp ứng nhu cầu nhân lực ngày càng tăng của Motorola, hay khi nói rằng Dow đã tìm được cách khuyến khích mọi người cùng làm việc nhằm giải quyết một số vấn đề môi trường và thu lợi nhuận từ những hoạt động đó, hay tuyên bố một số sự kiện về chương trình "những nhân viên làm việc hiệu quả" nổi bật của tập đoàn Texas Instruments. Tuy nhiên, nếu một công ty khác quyết định áp dụng chương trình này ngay từ bước khởi đầu, công ty sẽ phải đối mặt với rất nhiều vấn đề, chứ không chỉ đơn thuần là thuyết phục ban giám đốc về những việc cần làm. Rất dễ lập công thức cho những chương trình kiểu này, nhưng việc thực hiện lại không hề đơn giản. Nếu sai lầm, có thể họ sẽ phải trả giá đắt. Ví dụ, giả sử một trường đào tạo như của Motorola lựa chọn không đúng người để thăng cấp thì hậu quả là các nhà quản lý cấp trung tài năng nhất sẽ rời bỏ công ty, mang theo ấn tượng không hề tốt đẹp. Tương tự như vậy, giả sử một công ty cố gắng theo đuổi kế hoạch hiệu quả nguồn nhân lực, nhưng lại không thể tạo ra một môi trường khiến công nhân thật sự cảm thấy mình là một phần của tập thể hoặc trả lương không xứng đáng, thì công ty này sẽ rất thất vọng với kết quả đạt được. Áp dụng sai những chương trình như vậy có thể dẫn đến phá hủy hoàn toàn công ty. Trong khi đó, một công ty thực hiện hoàn hảo các chính sách và phương pháp hướng tới nguồn nhân lực sẽ tìm ra nhiều cách hơn để thu lợi ích từ nguồn nhân lực của mình. Đối với các công ty này, những chính sách và kỹ thuật tiếp cận và giải quyết vấn đề đặc biệt chính là tài sản của họ. Vì thế, chúng cũng có vai trò rất quan trọng đối với nhà đầu tư dài hạn.

3. Đội ngũ quản lý phải luôn tuân thủ những nguyên tắc cần thiết để đạt đến sự phát triển bền vững.

Như tôi đã nói ở trên, trong thế giới không ngừng thay đổi chóng mặt này, các công ty chỉ có thể hoặc tiến lên hoặc tụt dốc, chứ không thể đứng yên một chỗ. Mục tiêu đầu tư thật sự cho sự tăng trưởng không chỉ là tạo ra các khoản lợi nhuận mà còn phải tránh thiệt hại. Hầu như chẳng có đội ngũ quản lý nào lại không tuyên bố công ty mình đang phát triển. Tuy nhiên, thực tế có thể diễn ra không đúng như vậy. Có rất nhiều công ty bị thôi thúc mạnh mẽ phải đạt được báo cáo lợi nhuận cao nhất có thể vào cuối mỗi kỳ báo cáo kế toán – họ đưa mọi đồng xu có thể có vào dòng cuối cùng của trang. Một công ty tăng trưởng không bao giờ làm như vậy, thay vào đó, họ dồn lực kiếm lợi nhuận hiện tại để đủ khả năng tài trợ cho các chi phí mở rộng hoạt động kinh doanh. Sau khi điều chỉnh nhằm đạt được mức thu tài chính tăng thêm cần thiết, một công ty đáng để đầu tư dài hạn sẽ ưu tiên cắt giảm tối đa các khoản lợi nhuận ngắn hạn khi xuất hiện những cơ hội tuyệt vời cho việc bắt đầu hay phát triển những sản phẩm, quy trình mới hoặc để thực hiện mọi hành động trong khả năng sao cho một đô-la bỏ ra hôm nay có thể thu về rất nhiều đô-la trong tương lai. Những hành động đó rất đa dạng, có thể là thuê và đào tạo nguồn nhân lực mới mà doanh nghiệp sẽ cần đến khi mở rộng quy mô, hay bỏ qua lợi ích trước mắt để xây dựng đội ngũ khách hàng trung thành. Nhà đầu tư cẩn trọng cần xem xét những hành động đó để xác định xem bộ máy quản lý có đang thật sự tạo dựng lợi nhuận dài hạn cho ngành của mình hay không? Cho dù nổi tiếng đến đâu, thì các công ty theo đuổi chính sách hời hợt về những nguyên tắc này, hay theo đuổi những nguyên tắc đó nhưng không thể thực hiện chúng, sẽ không phải là mục tiêu đầu tư phù hợp.

3. Thành tố thứ ba

Các đặc trưng có khả năng sinh lợi của công ty

Thành tố đầu tiên của một khoản đầu tư an toàn là sự xuất sắc trong các hoạt động đóng vai trò quan trọng nhất đối với tính sinh lời hiện tại và tương lai của công ty. Thành tố thứ hai là trình độ của những người kiểm soát các hoạt động này và chính sách mà họ đề ra. Còn thành tố thứ ba lại đề cập một vấn đề hoàn toàn khác: các đặc tính có thể tạo ra khả năng sinh lợi trên trung bình trong khoảng thời gian mà chúng ta có thể dự tính được. Các đặc tính này có thể tồn tại hoặc không tồn tại trong bản thân ngành kinh doanh.

Trước khi xem xét các đặc tính này, thiết nghĩ cũng cần giải thích tại sao khả năng thu lợi nhuận trên mức trung bình lại rất quan trọng đối với nhà đầu tư, nó không chỉ là một nguồn đem lại lợi nhuận lớn hơn, mà còn bảo toàn lợi nhuận hiện tại cho nhà đầu tư. Vai trò sống còn của tăng trưởng trong mối liên hệ này vừa được chúng ta thảo luận ở trên. Các khoản tiền được chi cho tăng trưởng theo nhiều cách. Một phần của những khoản đáng ra được xem là lợi nhuận sẽ được đầu tư vào thí nghiệm, sáng chế, marketing thử nghiệm, marketing sản phẩm mới và mọi chi phí hoạt động mở rộng công ty khác, bao gồm cả những chi phí hoàn toàn không thể thu hồi được của một tỷ lệ phần trăm khả năng thất bại trong các nỗ lực mở rộng. Thậm chí việc xây dựng thêm các nhà máy, kho dự trữ hoặc trang bị thêm thiết bị mới còn tốn nhiều chi phí hơn. Trong khi đó, khi doanh nghiệp phát triển hơn, chắc chắn sẽ cần có nhiều hàng tồn kho hơn để đáp ứng được các kênh cung cấp. Cuối cùng, ngoại trừ một số ít doanh nghiệp chỉ bán ra nhằm thu tiền mặt, hầu hết các doanh nghiệp sẽ phải san sẻ nguồn lực để theo dõi các tài sản nợ đang ngày càng tăng. Để có thể thực hiện được tất cả những điều trên, khả năng sinh lợi là yếu tố sống còn.

Trong thời kỳ lạm phát, khả năng sinh lợi càng trở nên quan trọng. Bởi vậy, thường khi giá và chi phí tăng, một doanh nghiệp có thể kịp thời tăng giá sản phẩm để bù đắp các chi phí này. Tuy nhiên, không thể ngay lập tức thực hiện điều này. Trong thời gian quá độ, các công ty có mức biên lợi nhuận rộng phải chi một khoản nhỏ hơn từ lợi nhuận của mình so với các đối thủ có mức chi phí cao hơn, do các đối thủ đó đang phải đối mặt với mức chi phí tăng lên khi tiến hành hoạt động kinh doanh.

Có thể hiểu khả năng sinh lợi theo hai cách sau. Cách cơ bản nhất là những khoản thu từ những tài sản đã được đầu tư, một phép so sánh mà hầu hết các ban quản lý đều sử dụng. Đây chính là nhân tố sẽ khiến một công ty quyết định có nên tiến hành những sản phẩm hay quy trình mới hay không. Tỷ lệ thu hồi mà công ty kỳ vọng từ phần vốn nó đã đầu tư theo cách này sẽ là bao

nhiêu so với cùng một lượng tài sản nếu đầu tư theo cách khác? So với các nhà điều hành của doanh nghiệp, các nhà đầu tư sẽ khó thực hiện phép so sánh này hơn rất nhiều. Những gì mà nhà đầu tư thường nhận thấy không phải là khoản thu hồi dựa trên một khoản tiền nhất định đang được sử dụng trong một phân nhánh của doanh nghiệp, mà là tổng thu nhập của doanh nghiệp trên tổng tài sản của nó. Khi chi phí trang thiết bị tăng lên như cách đây 40 năm, các phép so sánh về tỷ lệ lợi nhuận trên tổng vốn đầu tư giữa công ty này và công ty khác có thể bị sai lệch bởi những biến dạng từ những thay đổi trong mức giá các khoản chi của các công ty khác nhau. Vì thế, cách so sánh biên lợi nhuận trên mỗi đồng doanh thu có thể hữu dụng hơn nếu bạn luôn nhớ nguyên tắc sau: Một công ty có tỷ lệ doanh thu so với tài sản cao có thể sẽ sinh lời ở mức cao hơn công ty có mức biên lợi nhuận so với doanh thu cao hơn nhưng có tỷ lệ tăng doanh thu chậm hơn. Ví dụ, một công ty có mức doanh thu hàng năm gấp ba lần tài sản của nó có thể có mức biên lợi nhuận thấp hơn nhưng lại tạo ra nhiều tiền hơn so với công ty có doanh thu bằng tài sản. Trong khi quan điểm khả năng sinh lợi khoản thu hồi trên khoản đầu tư cũng như biên lợi nhuận trên doanh thu cần phải được xem xét lại, thì xét trên quan điểm đầu tư an toàn, tất cả sự chú ý đều phải tập trung vào tỷ lệ biên lợi nhuận trên doanh thu. Do đó, nếu cả hai công ty đều tăng 2% trong chi phí hoạt động và không thể tăng giá, thì công ty có biên lợi nhuận là 1% sẽ ở trong tình trạng lỗ và có thể bị bật khỏi ngành, trong khi đó, nếu công ty kia có biên lợi nhuận là 10%, thì chi phí tăng lên sẽ chỉ làm giảm 1/5 lợi nhuận của nó.

Cần phải ghi nhớ kỹ vấn đề sau đây để có thể nhìn nhận chính xác về thành tố thứ ba này. Trong thế giới kinh doanh cạnh tranh cao và luôn thay đổi, một công ty đạt được mức biên lợi nhuận trên mức trung bình hay mức thu hồi cao tính trên tài sản sẽ trở thành đối tượng đáng khao khát, nên chắc chắn nó sẽ phải đối mặt với hàng loạt đối thủ cạnh tranh tiềm năng. Nếu các đối thủ cạnh tranh tiềm năng vào cuộc, thị trường của công ty đang hoạt động sẽ bị thu hẹp lại. Thông thường, khi cạnh tranh tiềm tàng trở thành cạnh tranh thật sự, cạnh tranh về giá theo sau đó sẽ khiến mức biên lợi nhuận vốn luôn giữ ở mức cao bị sụt giảm. Có thể ví biên lợi nhuận cao như bình mật của một công ty đang phát triển thịnh vượng, chắc chắn sẽ thu hút đàn sâu bọ háu đói tìm mọi cách để ăn tươi nuốt sống. Trong thế giới kinh doanh, các công ty có hai cách để bảo vệ bình mật trước mong muốn chiếm đoạt của những con sâu cạnh tranh. Thứ nhất là độc quyền, thường được xem là bất hợp pháp, song sẽ là hợp pháp nếu độc quyền theo kiểu bảo hộ bằng sáng chế. Tuy nhiên, hầu như độc quyền luôn có xu hướng kết thúc đột ngột và bản thân nó không có sức hút để trở thành phương tiện đầu tư an toàn nhất. Cách thứ hai là nâng cao hiệu quả hoạt động hơn hẳn các công ty còn lại để thủ tiêu những động cơ thúc đẩy cạnh tranh trong hiện tại và cạnh tranh tiềm năng trong tương lai có thể làm đảo lộn tình thế hiện tại.

Bây giờ, chúng ta hãy tạm khoan nói về khả năng sinh lợi tương đối để xét đến tâm điểm của thành tố thứ ba trong một khoản đầu tư an toàn – chủ yếu là các đặc tính cơ bản khiến những công ty quản lý tốt có thể duy trì biên lợi nhuận trên mức trung bình. Có thể đặc điểm chung nhất là “lợi thế nhờ quy mô”. Một ví dụ đơn giản về lợi thế quy mô là: một công ty hoạt động rất tốt tạo ra 1 triệu đơn vị sản phẩm một tháng thường có mức chi phí sản xuất trên một đơn vị thấp hơn so với một công ty sản xuất chỉ 100 nghìn đơn vị trong cùng thời gian. Khoảng chênh lệch chi phí trên một đơn vị sản phẩm (công ty này gấp 10 lần công ty kia) có thể thay đổi đáng kể từ ngành hoạt động này sang ngành hoạt động khác. Trong một số trường hợp có thể sẽ không có sự chênh lệch nào. Hơn nữa, không bao giờ được quên rằng trong bất cứ ngành nào, công ty lớn hơn sẽ chỉ có được lợi thế tối đa khi quản lý vượt trội. Công ty càng lớn càng khó quản lý hiệu quả. Thông thường những lợi thế quy mô vốn có của các công ty lớn thường bị hạn chế rất nhiều bởi tính phi hiệu quả của bộ máy quan liêu cồng kềnh, nhiều cấp quản lý trung gian, những trì hoãn trong việc đưa ra quyết định và thỉnh thoảng, ban điều hành cấp cao không có khả năng nắm bắt nhanh chóng ngay cả những vướng mắc cần sửa đổi ở các đơn vị bên dưới trong bộ máy cồng kềnh đó.

Trái lại, khi một công ty đã nắm chắc được vị trí dẫn đầu trong lĩnh vực nó tham gia, không chỉ tính về lượng tiền mặt mà còn cả về khả năng sinh lợi, nếu bộ máy quản lý của nó vẫn rất thông minh và nhanh nhạy thì hầu như nó sẽ không bao giờ bị hất ra khỏi vị trí đó. Như đã thảo luận trong chương Thành tố thứ hai, các ban quản lý như vậy phải luôn duy trì khả năng cải tiến phương thức làm việc của doanh nghiệp để phù hợp với môi trường liên tục thay đổi. Có một quan niệm đầu tư chủ trương mua lại cổ phần ở những công ty đứng hàng thứ hai hoặc thứ ba ở trong ngành bởi “những công ty này có thể lên vị trí dẫn đầu, trong khi đó công ty đang dẫn đầu có thể mất vị trí”. Trong một số ngành, những công ty lớn nhất không có vị trí dẫn đầu rõ ràng; nhưng, nếu nó có thể xác định rõ ràng, tôi cũng hoàn toàn không đồng ý với quan điểm trên. Tôi từng quan sát thấy trong rất nhiều năm, dù nỗ lực Westinghouse vẫn không thể vượt qua General Electric, Montgomery Ward không thể qua mặt Sears, và khi IBM thiết lập vị trí thống trị thị trường máy tính từ rất sớm – thì dù có nỗ lực vượt bậc, những công ty lớn nhất nước Mỹ gồm cả General Electric cũng không thể thay thế vị trí nắm giữ thị phần máy tính lớn nhất của IBM. Hàng loạt nhà cung cấp thiết bị phụ theo đuổi chiến lược giảm giá cũng không thể đẩy được IBM ra khỏi vị trí thống trị và chiếm lợi nhuận lớn nhất trong phân khúc đó của lĩnh vực máy tính.

Một công ty có thể đạt được lợi thế quy mô ngay từ ban đầu bằng một số cách sau. Trước tiên là có sản phẩm và dịch vụ mới, thỏa mãn được nhu cầu khách hàng và hỗ trợ tích cực bằng các khâu như marketing, dịch vụ, cải tiến sản phẩm, và thỉnh thoảng quảng cáo để duy trì hứng thú

của khách hàng hiện tại và thu hút họ quay trở lại với doanh nghiệp. Điều này tạo ra một môi trường mà khách hàng mới thường tìm đến doanh nghiệp có vị trí dẫn đầu, bởi vì doanh nghiệp đó đã tạo lập được danh tiếng đáp ứng tốt nhu cầu khách hàng (mang lại giá trị thật sự cho khách hàng) và không ai có thể phê phán lựa chọn này của khách hàng. Trong thời kỳ hàng loạt công ty không ngừng nỗ lực chen chân vào lĩnh vực máy tính của IBM, không ai có thể ước tính chính xác có bao nhiêu công ty khi cần trang bị máy tính sẽ tìm đến IBM đầu tiên, chứ không phải các đối thủ cạnh tranh nhỏ khác, dù biết rõ thiết bị của các công ty này có thể tốt và rẻ hơn. Đó có thể là do động cơ đầu tiên của khách hàng là cảm giác an toàn, nếu sau này thiết bị họ mua không hoạt động được, thì những người quyết định chọn IBM sẽ không bị đổ lỗi vì họ đã chọn công ty dẫn đầu trong ngành, nhưng họ rất dễ bị chỉ trích gay gắt nếu chọn mua máy tính của một công ty nhỏ "vô danh tiểu tốt".

Có một quy luật bất thành văn trong ngành dược là khi chế được một loại dược phẩm mới thật sự giá trị, công ty đi tiên phong sẽ chiếm hữu và nắm giữ 60% thị trường, từ đó thu được hàng loạt khoản doanh thu lớn. Công ty kế tiếp đưa ra mẫu sản phẩm tương tự, mang tính cạnh tranh có thể chiếm 25% thị trường và thu được những khoản lợi nhuận kha khá. Ba công ty tiếp theo chia chác 10-15% thị trường và thu được những khoản lợi nhuận bèo bọt. Bất cứ công ty nào khác nữa chen chân vào lĩnh vực này cũng luôn kết thúc không mấy tốt đẹp. Một xu hướng thay thế các thương hiệu nổi tiếng bằng nhãn hiệu không tiếng tăm không chắc có thể thay đổi những tỷ lệ này, và trong mọi trường hợp không thể đưa ra một công thức chính xác để áp dụng được cho ngành khác; tuy nhiên, chúng ta chỉ nên nhớ một điều là hình ảnh về thương hiệu nổi tiếng luôn giữ trong tâm trí của nhà đầu tư khi anh ta đánh giá công ty nào sẵn có khả năng sinh lợi và công ty nào không.

Chi phí sản xuất thấp, khả năng thu hút khách hàng mới và một thương hiệu danh tiếng không phải là những cách duy nhất mà quy mô có thể mang lại lợi thế cạnh tranh cho doanh nghiệp. Xem xét những nhân tố này đằng sau sức thu hút đầu tư của chi nhánh sản xuất súp của công ty Campbell Soup Company, chúng ta sẽ thấy vấn đề rõ ràng hơn. Ngay từ ban đầu, vượt xa những công ty sản xuất súp lớn nhất, công ty này có thể giảm tổng chi phí bằng các dây chuyền hỗ trợ mà những công ty nhỏ khác không hề có. Tạo ra một dây chuyền đóng hộp riêng để cung cấp cho nhu cầu của công ty nói chung là một ví dụ. Quan trọng hơn, Campbell đã hoàn thành những công việc để có thể xây dựng các nhà máy đóng hộp ở những địa bàn trọng điểm khắp cả nước, tạo ra lợi ích kép rất lớn: rút ngắn thời gian người trồng rau đưa sản phẩm của mình đến nhà máy đóng hộp cũng như quá trình vận chuyển từ nhà máy đóng hộp đến siêu thị. Do súp đóng hộp khá nặng nên chi phí vận chuyển cũng tương đối lớn. Điều này khiến những công ty sản xuất đồ hộp nhỏ hơn sở hữu một đến hai nhà máy có lợi thế lớn trong cuộc cạnh tranh trên thị

trường quốc gia. Bên cạnh đó, và có thể là điều quan trọng nhất, do sản phẩm của Campbell đều được khách hàng biết đến và muốn mua khi vào bước vào siêu thị, nên các đại lý bán lẻ đã tự động dành khu vực rộng rãi và đẹp mắt để đặt giá trưng bày các sản phẩm của công ty. Trái lại, các đại lý luôn rất miễn cưỡng khi phải nhập sản phẩm từ các đối thủ cạnh tranh không tiếng tăm của Campbell. Những không gian trưng bày sản phẩm lý tưởng này vừa giúp tăng doanh số, vừa góp phần củng cố vị trí hàng đầu của công ty, từ đó đã tạo lực cản rất lớn đối với mọi đối thủ cạnh tranh tiềm năng. Ngoài ra, một vấn đề gây trở ngại không kém đối với đối thủ cạnh tranh tiềm năng là hiệu quả của ngân sách chi cho quảng cáo của Campbell, chỉ chiếm phần chi phí trên một sản phẩm nhỏ hơn rất nhiều so với cùng khoản ngân sách đó của đối thủ cạnh tranh có sản lượng thấp hơn. Vì những lý do trên, công ty này tập hợp được những nguồn lực mạnh mẽ để có để bảo vệ và duy trì mức biên lợi nhuận của mình. Tuy nhiên, công ty cũng phải đối mặt với những tác động bất lợi. Khi chi phí riêng của Campbell tăng lên, có thể là tăng rất nhiều trong thời kỳ lạm phát, giá của nó cũng không được tăng cao hơn so với mức trung bình của ngành thực phẩm, nếu không khách hàng sẽ thay thế súp bằng các loại thực phẩm khác. Quan trọng hơn, Campbell có một "đối thủ cạnh tranh" lớn mà hầu hết các công ty đều không ưa và khi chi phí sản xuất tăng làm giá sản phẩm Campbell tăng, "đối thủ cạnh tranh" đó sẽ có cơ hội chiếm thị trường. Đó chính là các bà nội trợ Mỹ muốn tiết kiệm chi tiêu gia đình bằng cách tự làm súp thay vì mua sẵn ở siêu thị. Tôi đề cập đến vấn đề này chỉ nhằm chỉ ra rằng thậm chí ngay cả khi quy mô có thể tạo ra lợi thế cạnh tranh lớn và công ty hoạt động tốt, thì cũng không đảm bảo là nó sẽ đạt mức lợi nhuận cao.

Quy mô không phải là nhân tố đầu tư duy nhất khiến khả năng sinh lợi và sức thu hút của công ty này vượt trội hơn hẳn so với những công ty khác trong dài hạn. Có một nhân tố khác cũng rất quan trọng, đó là sự khó khăn khi cạnh tranh với một doanh nghiệp sản xuất có tiếng và thành công vang dội trong một lĩnh vực công nghệ mà công nghệ phụ thuộc không chỉ vào một nguyên tắc khoa học mà còn là sự kết hợp giữa hai, hay tốt hơn là một số nguyên tắc hoàn toàn khác nữa. Để giải thích những điều tôi đã nói ở trên, hãy giả sử có ai đó muốn phát triển một loại sản phẩm điện tử hứa hẹn sẽ mở ra những thị trường mới trong lĩnh vực máy tính hoặc cơ khí. Có khá nhiều công ty trong hai lĩnh vực "nóng" đó thành lập được đội ngũ chuyên gia riêng có khả năng sao chép các chương trình phần mềm và linh kiện điện tử phần cứng, để nếu xuất hiện một thị trường mới đủ lớn thì khả năng cạnh tranh của công ty sẽ tăng lên nhanh chóng khiến những công ty ít đổi mới hơn thu được lợi nhuận rất ít. Trong những lĩnh vực như vậy, các công ty lớn thành công thường có lợi thế sẵn có rõ rệt. Rất nhiều dây chuyền như vậy sẽ không thể tiêu thụ được trừ khi có sẵn một hệ thống dịch vụ để phục vụ việc sửa chữa ngay tại nơi khách hàng cư trú. Những công ty lớn lâu đời thường có mạng lưới bảo hành. Sẽ rất khó khăn và tốn kém cho những công ty nhỏ mới phát triển một sản phẩm mới có giá trị để thiết lập một mạng

lưới như trên. Sẽ càng khó hơn đối với một công ty mới muốn thuyết phục khách hàng tiềm năng rằng khả năng tài chính của công ty không chỉ đủ để duy trì mạng lưới dịch vụ ở bất cứ địa điểm bán hàng nào, mà còn đủ để duy trì mạng lưới đó lâu dài trong tương lai. Hơn nữa, nếu như những ảnh hưởng trước đây khiến các thành viên mới tham gia sản xuất một loại sản phẩm khá thu hút sẽ gặp khó khăn khi thiết lập vị trí dẫn đầu trong hầu hết các phân nhánh của ngành điện tử, thì trong tương lai khó khăn sẽ càng nhiều hơn vì chất bán dẫn đang ngày càng chiếm tỷ lệ lớn trong danh mục tất cả các sản phẩm và mọi bí quyết công nghệ của nhiều sản phẩm. Những công ty hàng đầu sản xuất các công cụ này ít nhất cũng có kiến thức sẵn có ngang bằng với những công ty dẫn đầu trong các dây chuyền cũ sản xuất máy tính và dụng cụ máy móc nếu họ quyết định cạnh tranh trong nhiều lĩnh vực sản phẩm mới, chủ yếu là điện tử. Một ví dụ cụ thể là thành công vang dội của Texas Instruments trong lĩnh vực máy tính xách tay đang tăng trưởng đáng kinh ngạc và những khó khăn của một số công ty tiên phong từ rất sớm trong lĩnh vực này.

Tuy nhiên, hãy xem tình hình thay đổi như thế nào nếu thay vì chỉ một công nghệ dựa trên phần mềm và phần cứng điện tử, việc sản xuất một sản phẩm lại đòi hỏi phải kết hợp với những kỹ năng hoàn toàn khác biệt nữa như kỹ thuật hạt nhân hoặc lĩnh vực chuyên môn hóa cao trong ngành hóa chất. Các công ty điện tử lớn không có các kỹ năng sẵn có để có thể tiến vào những công nghệ phức tạp như vậy. Điều này sẽ mang lại cho các công ty có khả năng sáng tạo nhiều cơ hội tốt hơn để tạo dựng cho mình vị trí dẫn đầu trong dòng sản phẩm đặc thù của họ, và theo đó mức biên lợi nhuận lớn có xu hướng kéo dài nếu năng lực quản lý của công ty không bị suy yếu. Tôi tin rằng trong thời gian vừa qua, không ít công ty đa công nghệ như thế đã trở thành những cơ hội đầu tư dài hạn tuyệt vời, và tương lai sẽ ngày càng có nhiều cơ hội như vậy. Ví dụ, tôi phỏng đoán vào lúc nào đó trong tương lai, những công ty dẫn đầu mới sẽ xuất hiện nhờ những sản phẩm, chu trình sử dụng một số nguyên tắc khác kết hợp với công nghệ sinh học, mặc dù cho đến nay tôi chưa thấy công ty nào trong lĩnh vực này – hay trong mọi lĩnh vực khác – đạt đến trình độ đó.

Sự phát triển công nghệ và quy mô không phải là hai khía cạnh duy nhất trong hoạt động của một công ty, ngoài ra những điều kiện bất thường xảy ra có thể tạo cơ hội thu về mức biên lợi nhuận cao bền vững. Trong một số trường hợp, những cơ hội này còn xuất hiện cả trong các lĩnh vực như marketing hay bán hàng. Ví dụ, một công ty đã tạo cho khách hàng thói quen tự động lựa chọn trước các sản phẩm của công ty cho lần đặt hàng kế tiếp theo cách mà nếu các đối thủ cạnh tranh của công ty muốn thay thế các sản phẩm đó sẽ tốn nhiều chi phí và không hiệu quả. Để làm được điều đó, cần có hai điều kiện. Đầu tiên, công ty phải xây dựng danh tiếng về chất lượng và độ tin cậy cho một sản phẩm mà a) khiến khách hàng nhận ra sản phẩm đó

thật sự cần thiết, b) nếu một sản phẩm không đạt tiêu chuẩn hay có sai sót sẽ dẫn đến hậu quả nghiêm trọng, c) không có đối thủ cạnh tranh chiếm được phân khúc thị trường đủ lớn, nhờ đó công ty chiếm ưu thế lớn nhất gần như sẽ trở thành nguồn cung duy nhất, và d) chi phí của sản phẩm chỉ là một phần rất nhỏ trong tổng chi phí của khách hàng. Theo đó, mức giảm giá vừa phải chỉ là một khoản tiết kiệm nhỏ so với rủi ro khi khách hàng đánh liều mua sản phẩm của một nhà cung cấp không tên tuổi. Tuy nhiên, ngay cả điều này cũng không đủ để đảm bảo một công ty sẽ có thể đạt mức biên lợi nhuận trên trung bình trong nhiều năm. Thứ hai, sản phẩm của nó phải dành cho rất nhiều khách hàng nhỏ thay vì một số ít khách hàng lớn. Phải quan tâm đến đối tượng khách hàng này đủ để không cho đối thủ cạnh tranh cảm thấy có thể tiếp cận họ thông qua phương tiện quảng cáo truyền thông như tạp chí hay tivi. Những khách hàng này tạo ra một thị trường mà chừng nào công ty chiếm ưu thế vẫn duy trì chất lượng sản phẩm và mức dịch vụ vừa đủ, thì công ty chỉ có thể bị thay thế bởi những người bán hàng hiểu biết tường tận các cuộc chào hàng đến từng cá nhân. Tuy nhiên tính chất nhỏ lẻ của những đơn đặt hàng kiểu này khiến nỗ lực bán hàng như trên hoàn toàn phi kinh tế! Thông qua marketing, một công ty sở hữu những ưu thế này có thể duy trì mức biên lợi nhuận trên trung bình một cách khá bền vững, trừ khi có thay đổi lớn nào đó trong công nghệ (hoặc giảm hiệu quả như tôi vừa đề cập ở trên) sẽ loại công ty ra khỏi vị trí của nó. Những công ty loại này thường thuộc các ngành công nghệ cao. Một đặc trưng của những công ty này là luôn duy trì hình ảnh dẫn đầu bằng cách thường xuyên tổ chức các buổi hội thảo công nghệ về cách sử dụng sản phẩm của họ – một công cụ marketing tỏ ra rất hữu hiệu khi công ty đã giành được vị trí như trên.

Nên nhớ rằng biên lợi nhuận "trên trung bình" hay khoản thu hồi tính trên khoản đầu tư "lớn hơn so với mức bình thường" mà ngành nói chung đã đạt được không cần thiết phải – thực ra là không nên – khiến cổ phần của công ty trở thành khoản đầu tư hấp dẫn hơn hẳn. Trên thực tế, lợi nhuận hay khoản thu hồi từ đầu tư quá lớn cũng có thể là khởi nguồn của nguy cơ, là động cơ mạnh mẽ thôi thúc các đối thủ vào cuộc và cố gắng tranh giành để có thể sở hữu một phần trong "bình mật" đặc biệt đó. Trái lại, biên lợi nhuận luôn ở mức chỉ 2% hoặc 3% doanh thu lớn hơn đối thủ cạnh tranh lớn nhất cũng đủ để đem lại một khoản đầu tư giá trị.

Đến đây, tôi xin tóm lược lại thành tố thứ ba của một khoản đầu tư an toàn như sau: Để trở thành khoản đầu tư an toàn, một công ty không chỉ cần có nhân sự chất lượng, mà còn phải có những người định hướng công ty vào các lĩnh vực có các đặc tính giúp sinh lợi trên mức trung bình lâu dài. Để đơn giản hơn, tôi xin tổng kết thành tố này trong một câu hỏi: "Điều gì một công ty đặc biệt có thể làm mà các công ty còn lại không thể?" Nếu câu trả lời là hầu như không có gì cả, và khi ngành này phát triển thịnh vượng, những công ty khác có thể đổ xô vào cùng hưởng mức phát đạt như của công ty, thì rõ ràng chúng ta có thể đi đến kết luận rằng mặc dù giá cổ

phiếu công ty có thể rẻ nhưng nó vẫn không đạt tiêu chí của một khoản đầu tư an toàn, xét từ thành tố thứ ba này.

4. Thành tố thứ tư

Mức giá mua hợp lý của một khoản đầu tư an toàn

Thành tố thứ tư của mọi khoản đầu tư cổ phiếu an toàn chính là chỉ số P/E – hay là mức giá hiện tại chia cho mức thu nhập trên mỗi cổ phần. Khi muốn đánh giá chỉ số P/E có phù hợp với giá trị thực của cổ phiếu đó không, chúng ta sẽ gặp phải một khó khăn. Hầu hết các nhà đầu tư, bao gồm cả nhiều chuyên gia có kiến thức sâu rộng, đã lẫn lộn về điểm này, bởi họ không hiểu rõ về nhân tố khiến giá của một cổ phiếu cụ thể tăng hoặc giảm mạnh. Sự hiểu lầm này có thể khiến nhiều nhà đầu tư thiệt hại hàng tỷ đô-la – những người sau này mới nhận ra mình đã mua các cổ phiếu với mức giá hết sức bất hợp lý. Mức thiệt hại này còn lớn hơn rất nhiều đối với những nhà đầu tư chọn sai thời điểm và vì lý do sai lầm, đã bán đi các cổ phiếu mà nếu họ giữ lại thì sẽ trở thành khoản lợi nhuận dài hạn rất lớn. Nếu sự hiểu nhầm này tái diễn, thì khả năng huy động vốn của những công ty xứng đáng sẽ bị đe dọa, và tất cả những điều này sẽ dẫn đến chất lượng sống của mọi người bị giảm sút. Mỗi khi có một cổ phiếu giảm mạnh, các nhóm nhà đầu tư bị ảnh hưởng xấu thường đổ lỗi cho thị trường thay vì nhận lỗi về họ hay cố vấn của họ. Thậm chí, họ đi đến kết luận rằng bất cứ loại cổ phiếu thường nào cũng không phù hợp cho các khoản tiết kiệm của họ.

Tuy nhiên, có thể do hiểu rõ các nguyên tắc đầu tư cơ bản hoặc hoàn toàn do may mắn mà nhiều người nhờ nắm giữ cổ phiếu phù hợp trong thời gian tương đối dài đã đầu tư thành công. Điểm chung của các nhà đầu tư này là họ không bán một số cổ phiếu đặc biệt chất lượng cao chỉ bởi vì mỗi cổ phiếu có mức tăng giá rất nhanh khiến P/E đột nhiên cao hơn hẳn so với mức mà giới đầu tư thường thấy.

Có thể thấy tác động của những điều trên rất lớn, nhưng một điều đáng ngạc nhiên là hầu như không ai nhìn sâu vào bản chất vấn đề để hiểu chính xác nguồn gốc gây ra biến động giá. Có một quy luật mà mọi người cần hiểu, đó là: Mọi biến động lớn về giá của bất cứ cổ phiếu riêng lẻ nào trong mối tương quan thị trường chung đều xảy ra là do những thay đổi trong nhận định của giới tài chính về cổ phiếu đó.

Hãy xem xét vấn đề này trong thực tế. Hai năm trước, công ty G đều được mọi người coi là một công ty bình thường. Nó thu được lợi nhuận 1 đô-la/cổ phần và bán ở mức giá gấp 10 lần thu nhập, tức là mức giá 10 đô-la. Trong suốt hai năm này, hầu hết các công ty trong ngành đều có mức lợi nhuận theo chiều hướng đi xuống. Trái lại, một loạt sản phẩm mới có giá trị lớn, cùng với mức biên lợi nhuận của những sản phẩm cũ cao hơn đã giúp công ty G đạt mức lợi nhuận trên mỗi cổ phần là 1,40 đô-la vào năm ngoái và 1,82 đô-la vào năm nay, hứa hẹn sẽ tăng mạnh

hơn nữa trong những năm tới. Tất nhiên những hoạt động mang lại kết quả này cho công ty G đã phải được tiến hành trước đó khá lâu; nếu không công ty đã không thể đạt được mức hoạt động trong hiện tại với những sản phẩm mới có giá trị lớn. Tuy nhiên, việc nhận định muộn công ty G đáp ứng tốt ba thành tố đầu tiên của một khoản đầu tư an toàn giờ đây lại khiến P/E tăng lên ở mức 22. Khi so sánh với các cổ phiếu khác có cùng các đặc tính trên mức trung bình của ngành và triển vọng phát triển có thể so sánh được, tỷ lệ ở mức 22 không hề cao chút nào. Do 22 nhân với 1,82 đô-la bằng 40 đô-la, như vậy mỗi cổ phần đã tăng giá lên đúng 400% trong vòng hai năm. Quan trọng không kém, những thành tích như của công ty G thường là một dấu hiệu chỉ ra rằng nó đang vận hành một bộ máy quản lý có khả năng duy trì mức tăng trưởng như vậy trong nhiều năm tới. Những mức tăng trưởng như vậy, thậm chí ở tỷ lệ thấp nhất, giả sử khoảng 15% trong một hoặc hai thập kỷ tới, cũng có thể dễ dàng đem lại lợi nhuận lên tới hàng nghìn phần trăm thay vì hàng trăm phần trăm.

"Nhận định" chính là điểm cốt yếu khi tìm hiểu vì sao lại xuất hiện những thay đổi P/E có vẻ bất thường này. Phải luôn nhớ rằng nhận định mang tính chủ quan. Nó không phản ánh những gì diễn ra trong thế giới thực xung quanh chúng ta. Thay vì đó, nó xuất phát từ người đưa ra nhận định tin rằng những điều mình nghĩ đang diễn ra, cho dù những đánh giá đó có thể khác xa sự thật. Nói cách khác, sự tăng giảm của mọi cổ phiếu không hề do những gì thật sự đang xảy ra hay sẽ xảy ra với công ty phát hành cổ phiếu đó. Nó tăng, giảm theo phỏng đoán chung của giới tài chính lúc bấy giờ về những gì đang diễn ra và sẽ xảy ra, bất kể những quan điểm này có khác xa so với những gì đang thật sự diễn ra.

Nhiều người sẽ không tin vào cách lý giải này. Nếu những thay đổi lớn về giá xảy ra đối với các cổ phiếu đơn lẻ chỉ bởi vì những thay đổi trong nhận định của giới tài chính, mà những quan điểm này đôi khi hoàn toàn khác xa so với những gì thật sự xảy ra đối với công ty, vậy thì tầm quan trọng của ba thành tố của một khoản đầu tư an toàn mà chúng ta đã bàn luận là gì? Tại sao phải tìm đến các chuyên gia trong lĩnh vực quản lý doanh nghiệp, khoa học kỹ thuật hay kế toán? Tại sao không dựa hoàn toàn vào các nhà phân tích tâm lý?

Câu trả lời liên quan đến thời điểm. Do những nhận định khác xa với sự thật của giới tài chính, một cổ phiếu có thể bán với giá cao hơn nhiều hoặc thấp hơn nhiều so với giá trị thực chất của nó trong một khoảng thời gian khá dài. Hơn nữa, rất nhiều bộ phận trong giới tài chính có thói quen "đi theo người dẫn đầu", đặc biệt khi "người dẫn đầu" này là một trong những ngân hàng lớn của New York. Đôi khi điều này có nghĩa là khi một nhận định không có cơ sở thực tế khiến cổ phiếu bán ở mức cao hơn nhiều so với giá trị thực của nó, cổ phiếu có thể đứng ở mức giá cao này, thậm chí còn tiếp tục tăng lên, trong thời gian dài.

Khoảng cách xa vời giữa những nhận định của giới tài chính về một loại cổ phiếu và những điều kiện thật sự ảnh hưởng đến nó có thể tồn tại trong vài năm. Tuy nhiên, trước sau gì bong bóng này cũng sẽ vỡ tung. Khi một cổ phiếu bán ở mức giá quá cao do những kỳ vọng không có thật, sớm hay muộn, nhiều cổ đông cũng sẽ cảm thấy mệt mỏi vì chờ đợi. Việc họ bán cổ phiếu mà mình nắm giữ sẽ nhanh chóng làm giảm mạnh sức mua của những người vẫn cố bám vào những nhận định cũ. Sau đó, giá cổ phiếu giảm mạnh. Đôi khi nhận định mới theo sau đó rất chính xác. Tuy nhiên, thường khi sự nhận định lại này tiến hành trong điều kiện chịu áp lực tâm lý do giá đang giảm sẽ gây ra tác dụng tiêu cực, dẫn đến một nhận định mới của giới tài chính chủ yếu là tiêu cực hơn so với những gì xảy ra trên thực tế. Nhận định này sẽ duy trì trong một khoảng thời gian. Tuy nhiên, khi điều này xảy ra, những hệ quả tương tự như trường hợp những nhận định quá thuận lợi cũng sẽ xuất hiện. Sự khác nhau duy nhất là tiến trình bị đảo ngược lại. Sẽ mất khoảng vài tháng, hoặc vài năm để thay thế bối cảnh này bằng một viễn cảnh khác có chiều hướng thuận lợi hơn. Tuy nhiên, khi những khoản thu nhập đáng hài lòng tăng lên thì sớm hay muộn điều đó cũng xảy ra.

Những cổ đông may mắn – những người không bán các cổ phiếu khi chúng bắt đầu tăng – sẽ thu được khoản lợi khổng lồ. Đó là sự tăng giá mạnh nhờ tác dụng kép do lợi nhuận trên mỗi cổ phần tăng đồng thời với việc chỉ số P/E tăng. Khi giới tài chính nhận định chính xác rằng các thành tố cơ bản của công ty (bây giờ được xem xét trong một quan điểm mới) mang nhiều giá trị đầu tư hơn những gì đã nhìn nhận theo quan niệm trước đây, thì các mức tăng chỉ số P/E kéo theo sau đó thường đóng vai trò còn quan trọng hơn nhiều so với mức tăng thật sự của thu nhập trên mỗi cổ phần. Đây là thực tế đã xảy ra đối với công ty G trong ví dụ đã dẫn.

Chúng ta đang tiến gần đến một viễn cảnh xác thực về mức độ của bảo toàn vốn – hay mức độ giảm thiểu những rủi ro cơ bản mà bất cứ khoản đầu tư nào cũng có. Khoản đầu tư khôn ngoan có độ rủi ro thấp nhất và phù hợp nhất là một công ty đáp ứng tuyệt vời ba thành tố đầu nhưng hiện đang bị giới tài chính đánh giá thấp và do đó có P/E thấp hơn so với các thành tố này. Tiếp đến, loại công ty ít rủi ro và thường hoàn toàn phù hợp với các khoản đầu tư khôn ngoan là công ty được đánh giá rất cao về ba thành tố đầu tiên và tạo dựng được hình ảnh của mình, do đó chỉ số P/E phù hợp với các thành tố cơ bản này. Bởi vì, những công ty này sẽ tiếp tục phát triển nếu nó thật sự có các thuộc tính trên. Cuối cùng, công ty ít rủi ro nhất, và theo quan điểm của tôi thường thích hợp với các nhà đầu tư cẩn trọng là công ty có ba thành tố đầu tiên mạnh ngang bằng hai loại công ty đã xét, nhưng do được giới tài chính lý tưởng hóa, nên nhận định hoặc chỉ số P/E của công ty cao hơn so với mức độ đáp ứng ba thành tố cơ bản của nó.

Theo quan điểm của tôi, có một số lý do quan trọng để luôn giữ lại các cổ phiếu như vậy, thậm chí ngay cả khi giá của chúng dường như là quá cao: nếu công ty thật sự có những thành tố

vững chắc, sớm hay muộn nó sẽ còn tăng thu nhập lên đủ để không chỉ xứng đáng với mức giá hiện thời mà với mức giá tăng đáng kể trong tương lai. Trong khi đó, số lượng những công ty thật sự hấp dẫn xét trên ba thành tố đầu tiên này tương đối ít. Rất khó để tìm ra một loại cổ phiếu định giá thấp. Đối với nhà đầu tư, rủi ro của việc mắc sai lầm và chuyển sang một công ty mà có vẻ đạt được cả ba thành tố nhưng thực ra là không phải, sẽ lớn hơn rất nhiều so với rủi ro tạm thời khi vẫn giữ các cổ phiếu hoàn toàn có chất lượng nhưng hiện tại đang bị định giá cao cho đến khi giá trị thực chất bắt kịp thị giá hiện thời. Những nhà đầu tư ủng hộ quan điểm này của tôi cần phải chuẩn bị cho sự giảm giá trị thị trường bất thường của các cổ phiếu hiện đang được định giá cao này. Trái lại, tôi nhận ra rằng những người bán các cổ phiếu trên với mục đích chờ thời gian thích hợp hơn sẽ mua lại chúng ít khi đạt được mục đích. Họ thường có xu hướng chờ đợi một sự sụt giảm lớn hơn so với thực tế xảy ra. Kết quả là một vài năm sau đó, khi các cổ phiếu có các thành tố cơ bản vững mạnh đạt đến đỉnh giá trị cao hơn rất nhiều so với mức giá mà tại đó họ đã bán cổ phần của mình, thì họ đã bỏ lỡ tất cả lợi nhuận lẽ ra có thể thu được nếu chưa bán cổ phiếu và có thể rơi vào tình trạng giá trị thật sự của cổ phần họ nắm giữ sau khi mua lại sụt giảm đáng kể.

Tiếp theo, chúng ta xét đến cổ phiếu có chất lượng trung bình hoặc tương đối thấp xét trên tiêu chuẩn ba thành tố đầu tiên, nhưng được giới tài chính nhận định thấp hơn hoặc tương đương với các thành tố không mấy hấp dẫn này. Những công ty bị nhận định ở trong tình trạng tồi hơn so với thực tế của những điều kiện cơ bản có thể là những khoản đầu cơ tốt nhưng không phù hợp với nhà đầu tư khôn ngoan. Trong thế giới ngày càng thay đổi chóng mặt ngày nay, có quá nhiều nguy cơ phát triển theo chiều hướng bất lợi sẽ ảnh hưởng rất xấu đến các cổ phiếu đó.

Cuối cùng chúng ta sẽ xét đến nhóm có mức độ nguy hiểm cao nhất: những công ty mà đánh giá của giới tài chính hay hình ảnh của nó hiện nay tốt hơn, cao hơn hẳn so với thực tế. Mua cổ phiếu của những công ty đó có thể dẫn đến những khoản lỗ cực lớn, khiến cho hàng loạt nhà đầu tư có nguy cơ phải từ bỏ thị trường và đe dọa làm lung lay nền tảng của ngành đầu tư. Nếu bất cứ ai muốn nghiên cứu từng trường hợp cụ thể về sự đối lập giữa những nhận định của giới tài chính phổ biến trong khoảng thời gian nào đó về những công ty hấp dẫn với những điều kiện cơ bản xảy đến sau đó, anh ta sẽ tìm được rất nhiều tài liệu trong thư viện hay tài liệu của Phố Wall. Anh ta sẽ cảm thấy kinh ngạc khi đọc những lý do dẫn đến việc các nhà môi giới đề xuất mua cổ phiếu của những công ty này trong các tài liệu và sau đó so sánh triển vọng mô tả trong tài liệu với những gì xảy ra trong thực tế. Danh sách các công ty đó bao gồm: giá cao nhất của Memorex là 1737/8, Ampex là 497/8, Levitz Furniture là 601/2, Mohawk Data Sciences là 111, Litton Industries là 1013/4 và Kalvar là 1761/2.

Bảng danh sách cứ dài ra, tuy nhiên, càng nhiều ví dụ cũng chỉ giúp ta làm rõ một điểm chung nhất. Do tầm quan trọng hiển nhiên của thói quen đánh giá sự khác nhau giữa quan điểm của giới tài chính hiện thời về một công ty và các thành tố cơ bản của công ty đó, sẽ rất có ích nếu chúng ta dành thời gian kiểm tra kỹ hơn về các đặc tính của nhận định từ giới tài chính. Tuy nhiên, đầu tiên, để tránh nguy cơ bị hiểu nhầm, chúng ta nên tránh sự lẫn lộn về ngữ nghĩa bằng cách định nghĩa hai từ trong phát biểu ban đầu về nguyên tắc chi phối mọi thay đổi lớn trong giá cổ phiếu thường: “Mọi biến động lớn về giá của bất cứ cổ phiếu riêng lẻ nào trong mối tương quan thị trường chung đều xảy ra là do những thay đổi trong nhận định của giới tài chính về cổ phiếu đó.”

Cụm từ “những biến động lớn về giá” được sử dụng thay vì chỉ đơn thuần là “những thay đổi về giá”. Cụm từ này loại trừ những thay đổi nhỏ về giá, ví dụ như trường hợp một lượng 20.000 cổ phần của một cổ phiếu mà một nhà môi giới thiếu kinh nghiệm tung ồ ạt ra thị trường làm cổ phiếu giảm một hoặc hai điểm, nhưng sau đó thường hồi phục trở lại khi quá trình thanh khoản kết thúc. Tương tự như vậy, đôi khi một tổ chức sẽ quyết định khi có tình huống mới, nó phải mua một mức cổ phiếu tối thiểu, dẫn đến một sự tăng nhỏ nhất thời và lắng xuống sau khi đã mua xong. Những động thái như vậy nếu không có những thay đổi mạnh trong nhận định chung của giới tài chính về công ty thì sẽ không ảnh hưởng lớn hay dài hạn đến giá cổ phiếu. Thông thường, những thay đổi về giá ở mức độ nhỏ như vậy sẽ biến mất khi những khoản mua hay bán như trên tiến hành xong.

Thuật ngữ “giới tài chính” được sử dụng ở đây bao gồm tất cả những người có khả năng và đủ quan tâm để có thể luôn trong tư thế sẵn sàng mua hoặc bán một cổ phiếu cụ thể tại một số mức giá nào đó, và nên nhớ rằng, khi đề cập đến tác động lên giá, tầm quan trọng của mỗi người mua hoặc người bán tiềm năng này sẽ được xác định bằng thực chất sức mua hoặc sức bán trong thực tế.

5. Bàn thêm về thành tố thứ tư (1)

Cho đến giờ, cuộc thảo luận xung quanh nhận định của giới tài chính về một cổ phiếu có thể khiến chúng ta nghĩ rằng nhận định này chỉ đơn thuần là sự ước lượng một loại tài sản đặc biệt. Nếu vậy chúng ta đã xem nhẹ vấn đề. Trên thực tế, nhận định về một cổ phiếu là kết quả của ba nhận định riêng rẽ: nhận định của giới tài chính đương thời về tính hấp dẫn của cổ phiếu thường trên thị trường nói chung, của ngành mà công ty tham gia, và cuối cùng là của bản thân công ty đó.

Trước tiên hãy xem xét những nhận định về ngành. Ai cũng biết rằng, sau những khoảng thời gian dài, có thể sẽ có sự sụt giảm đáng kể trong chỉ số P/E mà giới tài chính sẽ trả để gia nhập một ngành khi ngành này khởi đầu với tiềm năng thị trường thênh thang đón chờ, so với thời kỳ mà ngành bị đe dọa bởi những công nghệ mới. Do đó, vào những năm đầu tiên của ngành điện tử, các công ty sản xuất đèn điện tử – nền tảng của cả ngành – có chỉ số P/E rất cao. Sau đó, khi sự phát triển của chất bán dẫn thu hẹp thị trường đèn điện tử, chỉ số P/E của các công ty này sụt giảm mạnh. Gần đây, các nhà sản xuất bộ nhớ cũng phải chịu chung số phận vì những lý do tương tự. Tất cả những điều đó rất rõ ràng và hoàn toàn dễ hiểu. Điều không rõ ràng ở đây là làm thế nào hình ảnh của ngành lại được nâng cao hay hạ thấp trong con mắt giới tài chính, không phải do những ảnh hưởng quá lớn kể trên, mà do tại thời điểm đó giới tài chính chỉ tập trung nhiều hơn vào một nhóm sự kiện cụ thể có ảnh hưởng đến ngành hơn nhóm sự kiện khác. Tuy nhiên, cả hai nhóm sự kiện này đều có ý nghĩa vào một thời điểm nào đó và đều đưa ra những dấu hiệu của tương lai.

Ở đây chúng ta có thể xét đến ví dụ về ngành hóa chất.

Kể từ đỉnh điểm của cuộc Đại suy thoái cho đến giữa thập niên 1950, cổ phiếu của những công ty lớn nhất trong ngành hóa chất ở Mỹ được bán ở mức P/E rất cao so với hầu hết các cổ phiếu khác. Có thể minh họa quan điểm của giới tài chính về những công ty này bằng bức tranh biếm họa vẽ hình một băng tải dài vô tận. Ở đầu này là các nhà khoa học đang chế tạo những chất tổng hợp mới kỳ diệu trong các ống nghiệm. Sau khi đã được đưa vào những nhà máy huyền bí và khó bắt chước, đầu ra của chúng là các sản phẩm mới kỳ diệu như ni lông, DDT, cao su tổng hợp, mực vẽ nhanh khô và vô số sản phẩm mới khác hứa hẹn ngày càng làm giàu cho những nhà sản xuất may mắn này. Sau đó, vào đầu thập niên 1960, những hình ảnh này lại thay đổi. Đối với giới đầu tư, ngành hóa chất đang ngày càng tiến tới giống với ngành thép hoặc xi măng hoặc giấy vì các công ty trong ngành đang bán hàng loạt hàng hóa giống nhau. Những ngành tập trung nhiều vốn thường chịu áp lực lớn buộc phải hoạt động ở mức công suất cao để trả dần

những khoản đầu tư cố định khổng lồ. Kết quả là sự cạnh tranh thường xuyên và quyết liệt về giá dẫn đến biên lợi nhuận cũng giảm. Trong giai đoạn 1962-1972, hình ảnh của ngành thay đổi đã khiến cổ phiếu của các công ty lớn trong ngành hóa chất bán ở mức P/E giảm đáng kể so với trước. Mặc dầu, tỷ lệ này vẫn cao hơn nhiều so với nhiều ngành khác, nhưng P/E ngành hóa bắt đầu ngày càng gần với P/E của các ngành như sắt, giấy và xi măng.

Đến đây, điểm gây chú ý đối với tất cả những điều trên là ngoại trừ một ngoại lệ quan trọng, thì trong thập niên 1960 hầu như nền tảng căn bản của ngành rất ít hoặc không hề thay đổi so với 30 năm trước. Đúng là vào nửa cuối thập niên 1960, tình trạng năng lực sản xuất quá dư thừa đã xảy ra trong một số lĩnh vực như lĩnh vực sản xuất sản phẩm dệt tổng hợp. Điều này tạm thời làm giảm đáng kể thu nhập trong một số công ty đầu ngành, đặc biệt là Du Pont. Nhưng những đặc tính căn bản của ngành không thay đổi đủ mức để chúng ta có thể dựa vào đó lý giải cho sự thay đổi mạnh mẽ cái nhìn của giới đầu tư về ngành hóa chất. Ngành sản xuất các sản phẩm hóa học luôn là ngành sử dụng nhiều vốn. Hầu hết các sản phẩm đều bán dựa trên một cơ sở tiêu chuẩn kỹ thuật, do đó các công ty trong cùng ngành ít khi có thể tăng giá cao hơn so với công ty khác. Nói cách khác, sự ra đời của hàng loạt sản phẩm mới và có độ cải tiến cao như thuốc trừ sâu, chất liệu đóng gói, nguyên liệu dệt, dược phẩm và vô số sản phẩm khác cho thấy thập niên 1960 và 1970 sẽ là giai đoạn ngành mở rộng thị trường mạnh mẽ. Nhân loại đứng trước những cơ hội không giới hạn để sắp xếp lại các nguyên tử, từ đó tạo ra các sản phẩm không có trong tự nhiên nhằm thỏa mãn nhu cầu của con người tốt hơn với chi phí thấp hơn những sản phẩm sử dụng nguyên liệu tự nhiên.

Cuối cùng, trong cả giai đoạn trước đây, khi ấn tượng với ngành hóa chất tốt đẹp hơn và hiện nay, khi mức độ ưa thích với ngành đã giảm, vẫn có một nhân tố không đổi. Những sản phẩm hóa chất lạc hậu và số lượng lớn hơn, tiêu biểu cho bước chế biến đầu tiên của các nguyên liệu đáp ứng nhu cầu có nguồn cơ bản từ các phân tử như muối hay hydrocarbon, rõ ràng là những sản phẩm bán chủ yếu dựa trên cơ sở đặc tính kỹ thuật và cạnh tranh giá. Tuy nhiên, những công ty nhìn xa trông rộng luôn có cơ hội chế biến những sản phẩm bước đầu đó thành những sản phẩm phức tạp hơn và giá cao hơn rất nhiều. Những sản phẩm này, ít nhất là trong một giai đoạn nào đó, có thể bán ở thế độc quyền và có ít đối thủ cạnh tranh hơn. Khi chúng dần trở nên cạnh tranh về giá, các công ty nói trên sẽ liên tục tạo ra những sản phẩm mới hơn để tăng thêm mức biên lợi nhuận của các dòng sản phẩm của mình.

Nói cách khác, tất cả các nhân tố thuận lợi của ngành hóa chất vẫn sẽ tiếp tục tồn tại kể cả khi vị trí của nó sụt giảm đáng kể. Còn các nhân tố không thuận lợi hàng đầu trong thập niên 1960 cũng đã tồn tại sẵn trong giai đoạn trước đó, khi hầu hết mọi người ta chưa để ý đến chúng.

Điều thay đổi ở đây chính là sự nhấn mạnh vào một số nhân tố chứ không phải là những gì xảy ra trên thực tế.

Nhưng bản thân thực tế cũng có thể thay đổi. Khoảng từ giữa năm 1973 trở đi, cổ phiếu ngành hóa chất bắt đầu được giới tài chính ưa thích trở lại. Bởi vì, một cái nhìn mới về ngành này bắt đầu thắng thế. Trong nền kinh tế khan hiếm hàng hóa, lần đầu tiên trong lịch sử hiện đại (không kể những cuộc chiến tranh lớn), các quốc gia công nghiệp phát triển chứng kiến năng lực sản xuất tăng chậm; do đó có thể bức tranh của những năm trước khi có cạnh tranh giá cả khốc liệt sẽ tái xuất hiện. Cách nhìn này mở ra bối cảnh hoàn toàn mới cho các nhà đầu tư cổ phiếu ngành hóa chất. Bây giờ, vấn đề mà các nhà đầu tư phải đối mặt là xác định xem thực tế của ngành có minh chứng cho quan điểm này hay không và nếu đúng như vậy, thì các cổ phiếu ngành hóa chất xét trong tương quan toàn bộ thị trường sẽ tăng cao hơn hay chưa bằng mức mà tình thế mới này có thể mang lại.

Lịch sử ngành tài chính vừa qua đã chứng kiến vô số trường hợp biến động lớn trong chỉ số P/E khác xảy ra do những nhận định của giới tài chính về tình hình của ngành thay đổi hoàn toàn, trong khi đó về căn bản ngành vẫn hoạt động ở trạng thái như cũ. Năm 1969, cổ phiếu của ngành linh kiện máy tính được thị trường ưa chuộng nhất. Đó là cổ phiếu của các công ty sản xuất tất cả linh kiện, thiết bị ngoại vi đặc biệt có thể gắn thêm vào bảng mạch chính của máy tính hoặc vào máy tính trung ương để gia tăng tiện ích cho người sử dụng. Máy in tốc độ cao, bộ nhớ mở rộng (RAM) và các thiết bị như bàn phím, con chuột, v.v… giúp người sử dụng đỡ vất vả khi nhập dữ liệu vào máy tính là một số sản phẩm giá trị tiêu biểu của nhóm này. Quan điểm thắng thế của thời kỳ này là triển vọng tương lai của những công ty này dường như vô tận. Mặc dù sản xuất máy tính trung tâm đang rất phát triển và thị trường của sản phẩm này chủ yếu do một vài công ty lớn và có tiếng nắm giữ, nhưng những công ty nhỏ độc lập vẫn có thể vượt các công ty đó trong lĩnh vực sản xuất phụ kiện. Ngày nay, mọi người đã bắt đầu nhận ra xu hướng sinh lợi từ những công ty nhỏ với các sản phẩm chủ yếu để cho thuê nhiều hơn là bán và quyết tâm của các nhà sản xuất máy chủ cỡ lớn trong cuộc chiến tranh giành lại thị trường của các sản phẩm "sống nhờ" vào các máy tính của họ. Vậy những thành tố cơ bản đã thay đổi hay nhận định về các thành tố cơ bản này thay đổi?

Việc đánh giá một ngành luôn là vấn đề đau đầu với mọi nhà đầu tư. Liệu quan điểm đánh giá hiện tại thuận lợi hay ít thuận lợi hơn hay ngang bằng mức độ thực tế? Đôi khi ngay với cả những nhà đầu tư tinh tường nhất, đây cũng vẫn là một vấn đề phức tạp. Một trường hợp như thế đã xảy ra vào tháng 12 năm 1958 khi Smith, Barney & Co. – ngân hàng đầu tư an toàn theo phương thức truyền thống – đã có một bước đi tiên phong mà ở thời điểm hiện nay có thể hết sức bình thường, nhưng ở thời điểm đó thì hoàn toàn ngược lại, đó là phát hành ra công chúng

cổ phần của A. C. Nielsen Co. Công ty này không hề có nhà máy, không có sản phẩm hữu hình, và do đó không có hàng tồn kho. Nó hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ cung cấp thông tin nghiên cứu thị trường cho khách hàng. Sự thật là vào năm 1958, các ngân hàng và công ty bảo hiểm có tiếng tăm từ lâu đã được coi là rất phù hợp cho đầu tư an toàn. Tuy nhiên, rất khó có thể so sánh các ngành này. Do giá trị tài sản của một ngân hàng hoặc một công ty bảo hiểm được tính bằng tiền, khoản đầu tư có tính thanh khoản hay các khoản thu theo kế toán, nên nhà đầu tư mua cổ phiếu ngân hàng hay công ty bảo hiểm dường như có một giá trị cốt lõi để dự phòng – điều này không có trong loại hình công ty dịch vụ mới vừa ra mắt giới tài chính. Tuy nhiên, nghiên cứu về tình hình của cho thấy A. C. Nielsen có các thành tố chính đặc biệt tốt. Công ty có đội ngũ quản lý trung thực và năng lực, một vị thế cạnh tranh mạnh, vững chãi và triển vọng xán lạn sẽ đạt mức tăng trưởng cao hơn trong nhiều năm. Tuy nhiên, chừng nào chưa biết được những phản ứng đầu tiên của giới tài chính về loại hình này, thì còn một số lý do khiến mọi người e ngại khi mua. Liệu có mất nhiều năm để một nhận định xác thực về giá trị đầu tư của một công ty như thế xóa bỏ được nỗi lo sợ do thiếu một số thước đo giá trị quen thuộc? Ngày nay, dường như sẽ thật ngớ ngẩn khi trong nhiều năm một công ty như A. C. Nielsen có chỉ số P/E thể hiện sự định giá đầu tư rất cao, nhưng một số người khi đó quyết định đầu tư vào cổ phiếu của công ty do các thành tố cơ bản mà nó đạt được đã phải trải qua một cảm giác như trượt chân khỏi vách đá thẳng đứng, không biết có bấu víu được vào đâu không, bởi khái niệm về công ty dịch vụ còn quá mới mẻ so với những quan niệm quen thuộc. Trên thực tế, sau một vài năm tình hình biến chuyển khác hẳn. Khi lợi nhuận của A. C. Nielsen ngày càng tăng lên, một quan niệm mới lại xuất hiện trên Phố Wall. Một lượng lớn các công ty, trong đó nhiều công ty khác nhau hoàn toàn về các thành tố kinh tế cơ bản nhưng cùng kinh doanh lĩnh vực dịch vụ thay vì sản xuất hay bán sản phẩm, đều được giới tài chính coi như các bộ phận của một ngành dịch vụ vô cùng hấp dẫn. Một số bắt đầu được bán với P/E cao hơn giá trị thực. Và bao giờ cũng vậy, ngay lúc các thành tố được thị trường đặt lên hàng đầu, thì những nhận định sai lầm trên cơ sở gộp tất cả những công ty khác nhau này lại thành một nhóm cũng nhạt dần.

Không nên quá xem trọng điểm này: "Nhà đầu tư cẩn trọng phải nhận thức được bản chất của những đánh giá của giới tài chính hiện thời về bất cứ ngành nào mà anh ta muốn đầu tư." Anh ta nên liên tục xem xét nhận định đó thuận lợi hơn hay kém thuận lợi hơn nhiều so với những gì mà các thành tố cơ bản thể hiện hay không. Chỉ khi đánh giá đúng điểm này, anh ta mới có cơ sở đảm bảo rằng một trong ba thành tố sẽ chi phối dài hạn thị giá cổ phiếu của ngành đó.

6. Bàn thêm về thành tố thứ tư (2)

Đối với P/E, nhận định của giới tài chính về những đặc trưng riêng của một công ty đóng vai trò quan trọng hơn rất nhiều so với những nhận định về ngành mà công ty tham gia. Chúng ta đã bàn về những đặc trưng của đối tượng đầu tư đáng mong đợi nhất của một công ty riêng biệt trong phần thảo luận ba thành tố đầu tiên của khoản đầu tư an toàn. Nhìn chung, nhận định của giới tài chính về một cổ phiếu càng gần với những đặc trưng trên bao nhiêu thì P/E càng tăng cao bấy nhiêu. Còn nếu những nhận định đó thấp hơn mức những tiêu chí trên thì P/E sẽ có xu hướng giảm xuống. Nhà đầu tư có thể xác định các cổ phiếu nào đang bị định giá quá cao hoặc quá thấp bằng cách xác định chính xác xem những sự kiện thực tế xảy ra ở công ty thể hiện tình trạng đầu tư có thể tốt hơn hay xấu hơn so với bức tranh do giới tài chính vẽ ra.

Khi xác định sức hấp dẫn của một hay hai cổ phiếu, nhà đầu tư thường dễ bị lẫn lộn nếu cố đưa ra một phép toán quá đơn giản để tiếp cận những vấn đề như vậy. Ví dụ, giả sử họ so sánh hai công ty và sau khi nghiên cứu kỹ lưỡng, đánh giá lợi nhuận của mỗi công ty có triển vọng sẽ tăng với tỷ lệ 10%/năm. Nếu một công ty bán cổ phiếu ở mức P/E là 10, còn công ty kia bán ở mức P/E là 20, thì cổ phiếu với mức P/E là 10 có vẻ rẻ hơn. Nhưng điều này không chắc chắn. Có hàng loạt lý do giải thích cho điều này. Có thể công ty có vẻ rẻ hơn đó có mức khuếch trương các khoản vốn rất cao (lãi suất và cổ tức ưu đãi được trả trước khi chia lãi cho cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường) nên nguy cơ gián đoạn tỷ lệ tăng trưởng dự tính đối với các cổ phiếu có P/E thấp hơn có thể rất lớn. Tương tự như vậy, xét về những lý do kinh doanh thuần túy, mặc dù tỷ lệ tăng trưởng dường như là một sự ước lượng nhiều khả năng xảy ra nhất của cả hai cổ phiếu này, nhưng những đảo lộn bất ngờ có thể xảy ra với một cổ phiếu này lớn hơn nhiều so với cổ phiếu kia.

Một cách khác dễ dẫn đến kết luận sai lầm hơn nữa là dựa quá nhiều vào các phép so sánh đơn giản về P/E của cổ phiếu mà dường như có khả năng tạo cơ hội cho tăng trưởng. Để minh họa cho điều này, tôi giả sử có hai cổ phiếu có cùng mức triển vọng tăng gấp đôi thu nhập trong bốn năm tới và cả hai đều bán ở mức P/E là 20, trong khi đó một số công ty khác trong cùng thị trường, hoạt động ổn định nhưng không có triển vọng phát triển đang bán ở mức P/E là 10. Giả sử bốn năm sau P/E của cổ phiếu nói chung không thay đổi, dẫn đến các cổ phiếu ổn định nhưng không tăng trưởng trên vẫn sẽ được bán ở mức P/E là 10. Cũng giả sử sau bốn năm, một trong hai cổ phiếu của chúng ta vẫn có triển vọng tăng trưởng như trong bốn năm trước, nên giới tài chính nhận định cổ phiếu này sẽ lại tăng thu nhập gấp đôi trong bốn năm tới. Điều này nghĩa là nó sẽ vẫn bán ở mức giá gấp 20 lần mức thu nhập tăng gấp đôi của bốn năm trước, hay nói cách khác, giá của nó cũng tăng gấp đôi trong trong giai đoạn như giới tài chính dự đoán.

Trái lại, cổ phiếu thứ hai cũng tăng gấp đôi thu nhập của nó như mức dự đoán, nhưng lúc này giới tài chính lại nhận định trong vòng bốn năm tới, thu nhập của công ty chỉ giữ ở mức ổn định. Điều này có nghĩa là những người nắm giữ cổ phiếu thứ hai này đang không được thị trường chú ý đến mặc dù mức thu nhập trong giai đoạn bốn năm đầu đã tăng gấp đôi như dự đoán. Với ấn tượng "không đạt được sự tăng trưởng thu nhập trong bốn năm tới", cổ phiếu thứ hai này sẽ chỉ có P/E ở mức 10. Vì vậy, mặc dù thu nhập đã tăng lên gấp đôi, nhưng giá của cổ phiếu này vẫn không thay đổi. Có thể tóm lược tất cả những điều này trong một nguyên tắc căn bản về đầu tư: Lợi nhuận trong tương lai càng tăng thì P/E mà nhà đầu tư chấp nhận trả càng cao.

Tuy nhiên, hãy cẩn trọng khi áp dụng nguyên tắc này. Không bao giờ được quên rằng những thay đổi thật sự về giá bắt nguồn từ những điều giới tài chính tin sẽ xảy ra chứ không phải từ những gì thật sự xảy ra. Trong tình hình thị trường chung lạc quan, một cổ phiếu có thể bán ở P/E rất cao do giới tài chính đã đoán chắc rằng sắp tới nó sẽ tăng trưởng rất mạnh và lâu dài. Nhưng phải mất rất nhiều năm để có thể đạt được mức tăng trưởng này. Mức tăng trưởng mạnh đã được thể hiện trong P/E có vẻ không tính đến khoảng thời gian công ty gặp phải những trở ngại tạm thời hết sức phổ biến trong mọi công ty. Khi thị trường nói chung ở tình trạng bi quan, những kiểu "không tính đến" của một số khoản đầu tư tốt nhất có thể ở mức cực kỳ nghiêm trọng. Khi điều này xảy ra, nó sẽ mang lại cho nhà đầu tư có đức tính kiên nhẫn, có khả năng phân biệt giữa những quan điểm hiện thời và những gì thật sự diễn ra một cơ hội hấp dẫn sở hữu được cổ phiếu hứa hẹn các khoản lợi nhuận dài hạn lớn với mức rủi ro tương đối thấp.

Một ví dụ thú vị hơn là về cách các nhà đầu tư am tường thúc đẩy một nhận định đã thay đổi của giới đầu tư về công ty Motorola xảy ra vào ngày 13 tháng 5, năm 1974. Một ngày trước đó, trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York, giá đóng cửa của Motorola là 485/8. Vào ngày 13 tháng 5, giá đóng cửa là 60, tăng gần 25%! Nguyên nhân là sau khi sở giao dịch đóng cửa vào ngày 12, người ta công bố rằng Motorola đã dừng kinh doanh tivi và bán lại nhà máy sản xuất và kho hàng tivi ở Mỹ của mình cho tập đoàn Matsushita của Nhật, tại mức giá tương đương giá trị theo sổ sách.

Mọi người đều biết rằng hoạt động kinh doanh tivi của Motorola đang chịu một khoản lỗ nhỏ và ở một mức nào đó đang làm cạn kiệt lợi nhuận của toàn bộ phần còn lại của

công ty. Bản thân điều này cũng đủ khiến lan truyền những tin tức làm tăng giá cổ phiếu, mặc dù hầu như chẳng có mức tăng nào thật sự xảy ra. Một cách lý giải phức tạp hơn nhiều chính là động cơ chính đằng sau hành động mua cổ phiếu. Có những lúc một số nhà đầu tư tin rằng các chi nhánh sinh lợi nhuận cho Motorola, đặc biệt là chi nhánh phương tiện truyền thông, đã giúp

công ty trở thành một trong số ít những công ty điện tử Mỹ đạt tiêu chuẩn đầu tư cao. Ví dụ, Spencer Trask and Co. đã phát hành một bản báo cáo khá chi tiết của nhà phân tích chứng khoán Otis Barley về sức hấp dẫn đầu tư của chi nhánh truyền thông Motorola. Bản báo cáo này có một cách tiếp cận đặc biệt khi tính toán P/E hiện hành và dự tính, không phải cho thu nhập của Motorola nói chung mà chỉ riêng với chi nhánh này. Bản báo cáo so sánh mức doanh thu dự tính và P/E của chi nhánh này với cùng các tiêu chí đó của Hewlett-Packard và Perkin-Elmer, những công ty được xem là hàng đầu trong ngành điện tử. Từ bản báo cáo này chúng ta có thể nhận thấy (điều này không được tuyên bố rõ ràng) chất lượng đầu tư của chi nhánh truyền thông Motorola xứng đáng với mức giá hiện thời của Motorola, tức là người mua cổ phiếu của Motorola đã không thu được gì từ các chi nhánh khác của công ty.

Với quan điểm trên về Motorola, thì điều gì đã khiến nhiều người hào hứng đâm đầu vào mua cổ phiếu dựa trên những tin tức về Matsushita? Những người quan tâm đến Motorola từ lâu đã biết rằng giới tài chính có xu hướng không ưa cổ phiếu của Motorola bởi những ấn tượng về bộ phận sản xuất tivi của công ty. Hầu hết những người trong giới tài chính khi nghe "Motorola" sẽ nghĩ ngay đến tivi và tiếp đó là chất bán dẫn. Khi Matsushita công bố thông tin này, bản hướng dẫn về cổ phiếu của Standard & Poor, trong những khoảng trống hiếm hoi để liệt kê các ngành kinh doanh chính của mỗi công ty, đã mô tả Motorola "Radio và tivi: chất bán dẫn". Những điều đó dù không sai nhưng đã làm chệch hướng bởi nó chỉ ra một loại hình sản phẩm hoàn toàn khác của công ty, khiến mọi người đã thật sự và hoàn toàn bỏ qua chi nhánh truyền thông rất quan trọng mà khi đó chiếm đến gần một nửa công ty.

Rõ ràng, một số người đổ xô vào mua cổ phiếu của Motorola dựa trên tin đồn của Matsushita chỉ vì đây là thông tin tốt lành và do đó có thể làm giá cổ phiếu tăng lên. Nhưng phần lớn lý do mua đều dựa trên niềm tin là những nhận định của giới tài chính về Motorola đã giảm bớt rất nhiều tình hình thuận lợi thực tế của công ty. Từ trước đến nay, xét về lĩnh vực sản xuất tivi, Motorola được mọi người biết đến như là một công ty "cũng kinh doanh lĩnh vực đó" hơn là công ty dẫn đầu ngành như Zenith. Nếu việc kinh doanh tivi không còn che khuất tầm nhìn của nhà đầu tư về những hoạt động khác cũng đang diễn ra ở công ty, thì ấn tượng về công ty sẽ khác đi và một P/E mới, cao hơn rất nhiều sẽ xuất hiện.

Khi đổ xô mua cổ phiếu của công ty với mức giá cao hơn như trên, các nhà đầu tư đó có thật sự khôn ngoan không? Hoàn toàn không. Trong những tuần tiếp theo, cổ phần của công ty đã mất mức tăng trước đó. Khi thị trường đang đi xuống, sự thay đổi theo chiều hướng xấu trong nhận định của giới tài chính về công ty sẽ xảy ra nhanh hơn nhiều so với sự thay đổi theo chiều hướng tốt hơn. Thật không may cho những người đổ xô mua cổ phiếu của Motorola, những

tuần ngay sau đó tỷ lệ lãi suất ngắn hạn quay ngược 1800 làm thị trường chung đi xuống và tạo ra tâm lý phổ biến là chờ giá giảm.

Có lẽ còn có một ảnh hưởng khác gây bất lợi cho những người mua cổ phiếu Motorola ngắn hạn. Ảnh hưởng này là một trong những tác nhân nguy hiểm và gây chấn động nhất trong toàn bộ lĩnh vực đầu tư, là mối nguy mà thậm chí đến cả những nhà đầu tư am tường nhất cũng phải cảnh giác. Nếu trong thời gian dài, một loại cổ phiếu bán tại các mức giá nhất định trong khoảng giá (giả sử từ 38 đến 43), thì xu hướng tất yếu là mọi người sẽ coi mức giá này là giá trị thực của cổ phiếu. Theo đó, khi giới tài chính đã hoàn toàn quen với quan niệm này, thì khi tình hình thay đổi, cổ phiếu tụt giá, ví dụ mức 24, sẽ có vô số nhà đầu tư đổ xô mua loại cổ phiếu này. Họ kết luận rằng cổ phiếu ở giai đoạn này có mức giá rẻ. Tuy nhiên, nếu các thành tố cơ bản tiếp tục xấu đi thì 24 vẫn còn là mức cao. Trái lại, khi cổ phiếu đó tăng lên, giả sử 50 hoặc 60 hoặc 70, rất nhiều người sẽ khao khát bán cổ phiếu để sinh lợi khi giá đang ở mức "cao". Cái giá mà họ phải trả khi đầu hàng trước cám dỗ này có thể sẽ khá đắt. Bởi khoản lợi nhuận thật sự đáng giá trong đầu tư cổ phiếu chỉ đến với người nào giữ một lượng rất lớn những cổ phiếu đã có rất nhiều lần tăng giá so với mức chi phí ban đầu của chúng. Cách duy nhất để thử xem một cổ phiếu đắt hay rẻ không phải là so sánh mức giá hiện thời của cổ phiếu với mức giá trước đó, cho dù chúng ta đã quá quen với mức giá này, mà chính là xem các thành tố cơ bản của công ty thuận lợi hơn hay ít thuận lợi hơn so với những nhận định hiện thời của giới tài chính về cổ phiếu đó.

Như đã đề cập, bên cạnh nhận định về ngành và về công ty, chúng ta còn phải xem xét nhận định thứ ba của giới đầu tư. Chỉ sau khi đã kết hợp cả ba nhận định này, chúng ta mới có thể đi đến một đánh giá giá trị về việc tại một thời điểm nào đó giá cổ phiếu là đắt hay rẻ. Nhận định thứ ba này là quan điểm về cổ phiếu nói chung. Có lẽ để hiểu được tác động đặc biệt của những nhận định về thị trường nói chung đối với các giai đoạn nhất định và những quan điểm này khác xa so với sự thật đến thế nào, chúng ta nên xem xét hai cách nhìn nhận quá khích nhất trong thế kỷ này. Ngày nay quan điểm này có vẻ thật kỳ cục, nhưng trong giai đoạn từ 1927-1929, phần lớn giới tài chính thật sự tin rằng chúng ta đang sống trong một "kỷ nguyên mới". Trong nhiều năm, thu nhập của hầu hết các công ty của Mỹ tăng đều. Không những các cuộc khủng hoảng chỉ còn là quá khứ mà Herbert Hoover , một kỹ sư, doanh nhân vĩ đại, đã trúng cử Tổng thống. Mọi người đều kỳ vọng từ nay tài năng của ông sẽ mang lại sự thịnh vượng lớn hơn. Trong những bối cảnh như vậy, nhiều người đều cho rằng không thể bị lỗ khi nắm giữ một cổ phiếu. Và rất nhiều người muốn lợi dụng tình thế này ở mức tối đa đã vay tiền để nắm giữ nhiều cổ phiếu vượt xa khả năng của họ. Nhưng chúng ta đều biết chuyện gì đã xảy ra. Có lẽ không bao giờ mọi người quên được nỗi kinh hoàng trong thời kỳ Đại suy thoái và thị trường giá xuống những năm 1929-1932.

Một quan niệm đối ngược, nhưng cũng nhầm lẫn không kém là quan điểm của giới đầu tư về cổ phiếu thường với vai trò là một công cụ đầu tư trong giai đoạn từ giữa năm 1946 đến giữa năm 1949. Thu nhập của hầu hết các công ty đều ở mức tuyệt vời. Tuy nhiên, theo quan điểm lúc đó, cổ phiếu đang được bán ở P/E thấp nhất trong nhiều năm. Giới tài chính đã nói rằng “những khoản thu nhập này chẳng nói lên điều gì”, rằng chúng “không tồn tại lâu và sẽ sụt giảm rất nhanh hay mất hẳn khi cuộc suy thoái chắc chắn sẽ đến trong tương lai”. Giới tài chính nhớ lại cuộc Nội chiến kết thúc mà theo sau đó là nỗi kinh hoàng vào năm 1873, đánh dấu sự khởi đầu của một cuộc suy thoái nghiêm trọng kéo dài đến mãi năm 1879. Sau Chiến tranh thế giới thứ nhất, thế giới còn phải chứng kiến một sự sụp đổ kinh hoàng hơn vào năm 1929 và tiếp theo đó là sáu năm chìm trong cuộc Đại suy thoái. Do Chiến tranh thế giới thứ hai bao gồm nhiều lực lượng mạnh hơn, dẫn đến nền kinh tế sẽ bị biến dạng nhiều hơn so với chiến tranh thứ nhất, nên mọi người đều phỏng đoán rằng trong tương lai sẽ xuất hiện thị trường giá xuống lớn hơn và các cuộc suy thoái còn trầm trọng hơn. Khi những quan điểm này còn thống trị, hầu hết các cổ phiếu đều được bán với mức giá rất hời, đến nỗi khi giới đầu tư bắt đầu nhận ra quan điểm trên hoàn toàn sai và không hề có cuộc suy thoái nào xảy ra, thì nước Mỹ lại chứng kiến một trong những giai đoạn thị trường cổ phiếu giá lên dài nhất.

Do thị trường giá xuống giai đoạn 1972-1974 đã dẫn đến một trong hai khoảng thời gian duy nhất trong thế kỷ XX mà P/E thấp bằng mức của giai đoạn 1946-1949, những câu hỏi về nguyên nhân lại hướng về quan điểm của giới tài chính. Phải chăng chính nỗi lo sợ về P/E xảy ra từ trước đến nay đã dẫn đến giai đoạn thị trường giá xuống lịch sử này? Liệu sự kiện như năm 1946-1949 có tái diễn không? Tôi sẽ cố gắng làm rõ hơn về những câu hỏi này trong các chương sau.

Có một điểm khác biệt căn bản giữa các nhân tố gây ra thay đổi trong mức giá của tất cả các cổ phiếu và các nhân tố ảnh hưởng đến P/E của một cổ phiếu so với cổ phiếu khác. Vì những lý do đã đề cập ở trên, các nhân tố xét tại một thời điểm cụ thể ảnh hưởng đến chỉ số P/E tương ứng của một cổ phiếu so với cổ phiếu khác chỉ là vấn đề ấn tượng hiện thời của giới đầu tư về một công ty và ngành mà công ty tham gia. Tuy nhiên, ở cấp độ chung, cổ phiếu không chỉ là vấn đề ấn tượng mà một phần xuất phát từ những nhận định hiện thời của giới tài chính về mức độ hấp dẫn của cổ phiếu và một phần từ một nhân tố thuần tài chính trong thực tế.

Nhân tố thực tế này chủ yếu liên quan đến tỷ lệ lãi suất. Khi tỷ lệ lãi suất cao trong thị trường tiền tệ ngắn hạn hoặc dài hạn hoặc thậm chí cả hai, sẽ xuất hiện xu hướng một lượng vốn đầu tư lớn hơn sẽ đổ vào các thị trường này. Người ta có thể bán cổ phiếu để chuyển vốn vào các thị trường tiền tệ, do đó sức cầu của cổ phiếu giảm xuống. Trái lại, khi lãi suất thấp, dòng tiền sẽ chảy khỏi thị trường tiền tệ và đổ vào cổ phiếu. Do đó, tỷ lệ lãi suất cao có xu hướng giảm mức

cổ phiếu và lãi suất thấp sẽ tăng mức chứng khoán. Tương tự như vậy, khi công chúng có xu hướng muốn tăng tỷ lệ tiết kiệm trong thu nhập của họ, sẽ có nhiều tiền chảy vào quỹ vốn chung và điều này thúc đẩy giá cổ phiếu tăng mạnh hơn là giai đoạn quỹ vốn chung tăng chậm. Tuy nhiên, so với tỷ lệ lãi suất thì đây chỉ là ảnh hưởng nhỏ hơn nhiều. Một ảnh hưởng ở mức nhỏ hơn nữa là mức độ dao động trong những lần phát hành cổ phiếu mới làm cạn kiệt vốn góp hiện có trên thị trường chứng khoán. Nguồn cung cổ phiếu mới phát hành này không phải là một nhân tố lớn hơn tác động vào mức chung của giá cổ phiếu là vì khi những ảnh hưởng khác tác động khiến cổ phiếu được ưa chuộng, thì lượng phát hành mới tăng lên nhằm tận dụng tình thế này. Khi giá cổ phiếu thường ở mức thấp, nguồn cung cổ phiếu mới phát hành giảm sút mạnh. Do đó, sự thay đổi, dao động trong lượng cổ phiếu mới phát hành đóng vai trò là kết quả của những tác động chứ bản thân chúng không phải là nhân tố gây ảnh hưởng.

Có thể tóm lược thành tố thứ tư trong đầu tư cổ phiếu như sau: Giá của bất cứ cổ phiếu riêng biệt nào, tại bất cứ thời điểm nào, cũng được quyết định bởi những nhận định hiện thời của giới tài chính về một công ty cụ thể, về ngành mà nó tham gia, và ở một mức độ nào đó là mức giá chung của cổ phiếu. Việc xác định xem tại thời điểm đó giá của một cổ phiếu hấp dẫn, không hấp dẫn hay nằm giữa hai mức đó phụ thuộc chủ yếu vào khoảng cách giữa những nhận định này so với thực tế. Tuy nhiên, xét trong phạm vi ảnh hưởng của mức giá chung của cổ phiếu đến tổng thể, ở một mức độ nào đó, sự xác định này cũng phụ thuộc vào việc đánh giá chính xác những thay đổi sắp tới trong các nhân tố tài chính thuần túy, mà quan trọng nhất là nhân tố tỷ suất lợi nhuận.

PHẦN III: HÌNH THÀNH MỘT TRIẾT LÝ ĐẦU TƯ

PHẦN III: HÌNH THÀNH MỘT TRIẾT LÝ ĐẦU TƯ

1. Nguồn gốc của triết lý

Để hiểu bất cứ một cách tiếp cận mang tính nguyên tắc nào về đầu tư, đầu tiên cần phải hiểu mục tiêu mà phương cách tiếp cận đó hướng đến. Mục tiêu của bất cứ một danh mục đầu tư nào do Fisher & Co. giám sát đều nhằm vào một số rất ít các công ty có bộ máy quản lý nổi trội, có khả năng tăng doanh thu, và quan trọng hơn là tăng lợi nhuận gấp nhiều lần so với mức tăng chung của ngành. Để đạt tiêu chí mà Fisher & Co. đề ra, bộ máy quản lý của công ty phải có một chính sách luôn duy trì được thành quả và sẵn sàng hy sinh lợi nhuận ngắn hạn cho các khoản thu dài hạn lớn hơn. Ngoài ra, cần phải có hai đặc tính. Một là khả năng áp dụng chính sách dài hạn trong khi tiếp tục đẩy mạnh hoạt động kinh doanh hàng ngày. Hai là khi khủng hoảng xảy ra, đôi khi nó chắc chắn xảy ra nếu bộ máy quản lý tìm mọi cách để thu được những lợi ích hiếm hoi từ các quan điểm cải tiến, các sản phẩm mới, v.v..., hoặc nếu bộ máy quản lý trở nên quá tự mãn khi đã đạt được thành công thì họ phải kịp thời nhận rõ những sai lầm và có hành động sửa chữa kịp thời.

Vì hiểu rõ nhất đặc tính của các công ty sản xuất nên tôi hướng những hoạt động chính của Fisher & Co. vào việc nghiên cứu nhóm doanh nghiệp sản xuất vốn sử dụng sự kết hợp giữa công nghệ hàng đầu và những đánh giá xuất sắc trong ngành để đạt được các mục tiêu kể trên. Trong những năm qua, tôi chỉ hướng Fisher & Co. tập trung đầu tư vào nhóm này, bởi hầu như trong vài lần phá lệ đều không đạt được kết quả như mong đợi. Tuy nhiên, tôi thấy không có lý do nào khiến chúng ta không thể áp dụng cùng những nguyên tắc đó mà không mang lại lợi nhuận tương đương nếu chúng ta tiến hành các hoạt động nghiên cứu cần thiết đối với các lĩnh vực như bán lẻ, vận tải, tài chính, v.v...

Ngoại trừ việc sao chép y nguyên phương pháp của ai đó, không một triết lý đầu tư nào có thể phát triển hoàn chỉnh chỉ trong một sớm một chiều. Xét riêng trường hợp của tôi, nó phát triển qua một thời gian dài, một phần là kết quả của những gì mà tôi có thể gọi là lập luận logic, một phần do quan sát những thất bại và thành công của người khác, nhưng chủ yếu là do những bài học cay đắng được rút ra từ chính sai lầm của bản thân. Cách tốt nhất để tôi có thể giải thích phương pháp đầu tư của mình là dùng đến trình tự thời gian. Vì thế, tôi sẽ bắt đầu từ những năm đầu khởi nghiệp để giải thích từng bước về phương pháp đầu tư của tôi.

Sự khởi đầu đầy hứng thú

Tôi biết đến thị trường chứng khoán và những cơ hội được tạo ra từ sự thay đổi trong báo giá cổ phiếu từ thời còn bé. Cha tôi là con út trong gia đình có năm người con, còn mẹ tôi là con út trong gia đình có tám người con, vì vậy khi tôi sinh ra chỉ có bà ngoại là còn sống và đó là người mà tôi rất gắn bó. Vào một buổi chiều, khi vừa tốt nghiệp cấp hai, tôi đến thăm bà. Một ông bác ghé qua nhà bà để thảo luận về bối cảnh nền kinh tế trong những năm tới và sức ảnh hưởng của nó đến cổ phiếu. Một thế giới mới đã mở ra trước mắt tôi. Bằng cách tiết kiệm tiền, tôi đã có thể mua một cổ phiếu và sẽ nhận được lợi nhuận trong tương lai, tôi có thể lựa chọn bất kỳ cổ phiếu nào mà tôi muốn trong hàng trăm cổ phiếu của các doanh nghiệp quan trọng bậc nhất nước Mỹ. Nếu tôi chọn đúng, khoản lợi nhuận sẽ rất lớn. Tôi nghĩ rằng toàn bộ vấn đề chính là việc đánh giá điều gì khiến một ngành trở nên hấp dẫn, và đó là một trò chơi mà nếu tôi thật sự học được cách chơi thì những thứ từ trước tới nay vốn quen thuộc với tôi nay sẽ trở nên buồn tẻ, vô nghĩa và chẳng đáng hấp dẫn nữa. Bác tôi đã nói chuyện hàng giờ với bà song đối với tôi, dường như nó chỉ kéo dài mười phút, và tôi đã được nghe những điều khơi niềm hứng thú vô cùng. Nhiều năm trôi qua, tôi nhận ra rằng lợi nhuận mà bà tôi thu được từ các cổ phiếu là rất nhỏ và những nhận định của ông bác có phần nông cạn, tuy nhiên, cuộc nói chuyện ngày hôm đó đã khơi dậy niềm hứng thú trong suốt cuộc đời tôi.

Vào giai đoạn đó, hầu hết các doanh nghiệp làm ăn khá thuận lợi nên tôi đã kiếm được vài đô-la khi thị trường đầu cơ giá lên trở nên đầy sôi động giữa thập niên 1920. Tuy nhiên, cha tôi lại cho rằng điều đó chỉ đơn thuần dạy cho tôi thói quen đánh bạc. Song thực tế, tính cách của tôi không phải liều lĩnh chỉ để xem rồi mọi chuyện sẽ ra sao, hay nói cách khác, tôi không phó mặc cho sự may rủi như những kẻ đánh bạc. Mặt khác, khi nhìn lại sự kiện này, tôi nhận ra rằng lượng cổ phiếu ít ỏi mà tôi có trong thời gian đó không hề mang lại cho tôi kiến thức gì liên quan đến các chính sách đầu tư.

Những kinh nghiệm hình thành triết lý

Trước thời kỳ thị trường đầu cơ giá lên vào thập niên 1920 sụp đổ, tôi đã thu được một kinh nghiệm đáng nhớ và quan trọng. Trong những năm 1927-1928, tôi đăng ký học tại trường kinh doanh thuộc Đại học Stanford. Chúng tôi có 20% thời gian của khóa học, tức là mỗi tuần dành ra một ngày để tham quan thực tế các công ty lớn nhất khu vực Vịnh San Francisco. Giáo sư Boris Emmett là người đề ra hoạt động này. Khi đó, lượng hàng hóa bán cho các công ty đặt hàng qua bưu điện chiếm tỷ trọng rất lớn trong tổng lượng hàng hóa bán ra của các nhà cung cấp. Các hợp đồng này thường gây bất lợi cho nhà sản xuất, họ thu được quá ít lợi nhuận, vì vậy đôi khi họ gặp phải khó khăn trầm trọng về tài chính. Các công ty đặt hàng qua bưu điện cũng không được lợi bao nhiêu. Giáo sư Boris Emmett được một trong những công ty đặt hàng qua bưu điện giao nhiệm vụ cứu vớt các công ty đang suy sụp. Do vậy, ông biết khá nhiều về bộ máy

quản lý. Một trong những nguyên tắc của khóa học này là chúng tôi chỉ tham quan nhà máy, chứ không phải các công ty. Sau khi quan sát hoạt động vận hành, Giáo sư Emmett đưa ra những câu hỏi sắc sảo với bộ máy quản lý, từ đó chúng tôi có thể biết điểm mạnh và điểm yếu thật sự của họ. Tôi nhận ra rằng đây là cơ hội học hỏi đúng như mình mong muốn. Tôi đã khéo léo nắm bắt cơ hội này. Vào thời kỳ đó, số người sử dụng ôtô vẫn còn ít, tôi đã sở hữu một chiếc xe, còn Giáo sư Emmett thì không. Tôi đề nghị đưa đón ông đến các nhà máy. Mỗi tuần, khi đưa Giáo sư trở về Stanford, tôi thường được nghe ông nhận xét về một công ty nào đó. Nó cung cấp cho tôi những kinh nghiệm đáng giá mà tôi có đặc ân được hưởng.

Cũng trong các chuyến tham quan này, tôi đã hình thành một nhận thức đặc biệt có giá trị đối với những năm sau đó. Nó thật sự giúp tôi tạo dựng nền móng cho hoạt động kinh doanh. Một lần, chúng tôi ghé thăm hai nhà máy đóng gần nhau ở San Jose. Nhà máy John Bean Spray Pump Company dẫn đầu thế giới về lĩnh vực sản xuất loại máy bơm thuốc trừ sâu cho các vườn cây ăn quả, còn nhà máy Anderson-Barngrover Manufacturing Company dẫn đầu thế giới về lĩnh vực sản xuất thiết bị cho các nhà máy đồ hộp hoa quả. Trong thập niên 1920, khái niệm "công ty phát triển" chưa được giới tài chính sử dụng. Tôi khá lúng túng khi dùng cụm từ này với Giáo sư Emmett: "Tôi nghĩ rằng hai nhà máy này có khả năng phát triển rất nhiều so với quy mô hiện tại đến một mức độ mà tôi không thấy ở bất cứ nhà máy nào mà chúng ta đã tham quan." Ông đã đồng ý với tôi về điểm này.

Tôi cũng hỏi Giáo sư Emmett về kinh nghiệm hoạt động kinh doanh của ông và thu nhận được những kiến thức bổ ích. Đó là tầm quan trọng của việc bán hàng theo đơn đặt hàng để tạo nên một doanh nghiệp "khỏe mạnh". Một công ty có thể là nhà sản xuất rất hiệu quả hoặc nhà đầu tư có sản phẩm đặc biệt hấp dẫn, nhưng điều đó không đủ để tạo nên một doanh nghiệp "khỏe mạnh". Trừ phi doanh nghiệp đó có những người có khả năng thuyết phục người khác về giá trị sản phẩm của họ, nếu không họ sẽ không bao giờ có khả năng điều khiển vận mệnh của mình. Sau này, tôi đã dựa trên cơ sở này để kết luận rằng có một hệ thống bán hàng mạnh thôi chưa đủ. Đối với một công ty muốn trở thành khoản đầu tư thật sự đáng giá, nó không chỉ phải có khả năng bán sản phẩm của mình, mà còn nhận định được nhu cầu và mong muốn luôn thay đổi của khách hàng. Nói cách khác, tất cả tóm gọn trong một khái niệm: "marketing".

Những bài học đầu tiên từ thực tế

Đầu mùa hè năm 1928, khi tôi vừa hoàn tất năm thứ nhất tại trường kinh doanh, một cơ hội tuyệt vời đến khiến tôi không thể bỏ qua. Trong lịch sử của trường, lớp tôi là khóa thứ ba và chỉ có 19 sinh viên. Khóa trước có chín sinh viên và chỉ có hai trong số này được đào tạo về tài chính. Vào thời kỳ thị trường chứng khoán hoạt động rất sôi động, các quỹ tín thác đầu tư đóng

tại New York nhanh chóng thu nhận hai người này. Một ngân hàng hoạt động độc lập ở San Francisco gửi thông điệp tới trường xin một sinh viên tốt nghiệp về lĩnh vực đầu tư. Cả trường hào hứng tìm mọi cách tận dụng cơ hội này bởi nếu một đại diện của trường được ngân hàng đồng ý, các sinh viên khóa sau rồi cũng sẽ có cơ hội như vậy. Tuy nhiên, trường lại không có ai đã tốt nghiệp để gửi đi như yêu cầu. Đây không phải là chuyện đơn giản, song khi biết được cơ hội này, tôi quyết định thuyết phục trường gửi tôi với suy nghĩ nếu tôi làm tốt, tôi có thể ở lại đó. Nếu không, tôi sẽ quay trở lại trường và học tiếp năm thứ hai.

Vào thời kỳ tiền sụp đổ, người ta gọi các nhà phân tích chứng khoán là nhà thống kê. Trong ba năm liên tiếp, giá cổ phiếu liên tục giảm mạnh khiến công việc của các nhà thống kê ở Phố Wall hứng chịu tai tiếng đến mức họ phải đổi tên thành nhà phân tích chứng khoán.

Tôi nhận thấy mình có thể là nhà thống kê cho các ngân hàng đầu tư. Công việc mà họ giao cho tôi làm rất đơn giản. Chi nhánh đầu tư của ngân hàng chủ yếu bận rộn với việc bán các trái phiếu mới phát hành ở mức tỷ suất lợi nhuận cao và thu được các khoản hoa hồng khổng lồ. Trong thời kỳ mà thị trường thuộc về người bán, còn người mua sẵn sàng chấp nhận bất cứ mức giá nào, không hề có sự nỗ lực đánh giá chất lượng của các trái phiếu này hay bất kỳ cổ phiếu nào được bán. Sau đó, các nhà kinh doanh chứng khoán sẽ thông báo với khách hàng rằng họ có bộ phận thống kê nghiên cứu về chứng khoán mà khách hàng nắm giữ và cung cấp cho họ bản báo cáo về mỗi chứng khoán được kiểm soát. Những gì họ thật sự thực hiện trong “các bản phân tích chứng khoán” là tìm kiếm dữ liệu về một công ty nào đó trong các cuốn sách chỉ dẫn uy tín, như Moody's hay Standard Statistics. Sau đó, chỉ với lượng thông tin được nêu trong cuốn sách đó, họ sẽ tìm hiểu diễn giải thành bản báo cáo của mình. Bất kỳ công ty nào có doanh số tiêu thụ lớn sẽ được báo cáo là “quản lý tốt”. Tôi không trực tiếp khuyên khách hàng nên chuyển từ một số chứng khoán mà tôi “phân tích” sang bất cứ một loại chứng khoán nào mà ngân hàng muốn bán lúc đó, nhưng toàn bộ bối cảnh đã tạo ra một động lực thúc đẩy kiểu phân tích này.

Xây dựng nền tảng

Không lâu sau đó, toàn bộ quy trình thủ tục tầm thường đó đã thôi thúc tôi phải tìm ra một cách thức tốt hơn. Tôi đã rất may mắn khi có ông chủ thấu hiểu nguyên do tôi quan tâm đến vấn đề này và tạo điều kiện để tôi thử nghiệm những gì đã đề xuất với ông. Mùa thu năm 1928, rất nhiều người quan tâm đến hoạt động đầu cơ cổ phiếu trong ngành sản xuất radio. Tôi tự giới thiệu với các khách hàng của chi nhánh sản xuất radio ở một số địa điểm bán lẻ tại San Francisco rằng mình là nhân viên đầu tư của ngân hàng. Tôi hỏi quan điểm của họ về ba đối thủ cạnh tranh lớn trong ngành này. Tôi rất bất ngờ khi họ đều đưa ra quan điểm như nhau. Đặc

biệt, tôi đã học được rất nhiều điều từ vị kỹ sư làm việc tại một trong những công ty này. Công ty tư nhân Philco đã phát triển các mô hình có sức hút thị trường lớn. Kết quả là họ nắm giữ thị phần với mức lợi nhuận tuyệt vời do họ là nhà sản xuất đạt hiệu suất cao. RCA nắm giữ được thị phần của riêng mình, trong khi một công ty khác vốn được thị trường cổ phiếu ưa chuộng lại sụt giảm mạnh và có dấu hiệu gặp khó khăn. Việc này không phải là hoạt động trực tiếp của ngân hàng, vì nó không quản lý cổ phiếu của ngành radio. Tuy nhiên, một bản báo cáo mang tính định giá dường như có khả năng hỗ trợ đáng kể cho tôi trong ngân hàng. Trong mọi tài liệu của các công ty ở Phố Wall, tôi không thấy từ nào bàn về các vấn đề gặp phải trong các lần phát hành "nóng" cổ phiếu của ngành radio mà rõ ràng nó sẽ hình thành sở thích đầu cơ.

Trong một năm tiếp theo, khi thị trường chứng khoán tiếp tục đi theo hướng khác biệt, hầu hết các cổ phiếu luôn tăng nhưng các cổ phiếu mà tôi dự đoán có vấn đề liên tục bị xuống giá. Đây cũng chính là bài học đầu tiên và là một phần trong triết lý đầu tư cơ bản của tôi về sau: đọc các bản báo cáo tài chính in sẵn về một công ty không bao giờ là đủ. Một trong những bước đi chính để đầu tư khôn ngoan là phải tìm ra các sự vụ của công ty từ những người có mối liên hệ trực tiếp với chúng.

Tuy nhiên, ngay lúc này tôi không thể đạt được bước đi mang tính logic tiếp theo trong cách lý luận: khi cân nhắc đầu tư, chúng ta phải nắm bắt càng nhiều thông tin càng tốt về những người đang điều hành công ty, có thể bằng cách làm quen với họ hoặc tìm đến một người đáng tin hiểu rõ về họ.

Đầu năm 1929, tôi càng tin chắc rằng tình trạng bất ổn của cơn bùng nổ về giá cả có khả năng sẽ tiếp tục. Cổ phiếu liên tục tăng giá, xuất phát từ lý thuyết cho rằng chúng ta đang trong một "kỷ nguyên mới". Bởi vậy, trong tương lai, lợi nhuận trên mỗi cổ phần tăng lên hàng năm là vấn đề hiển nhiên. Tuy nhiên, khi cố gắng nhận định về triển vọng của các ngành công nghiệp cơ bản ở Mỹ, tôi nhận thấy một loạt ngành gặp phải vấn đề cung cầu vốn có dấu hiệu triển vọng có thể bị lung lay.

Tháng 4 năm 1929, tôi nộp một bản báo cáo đặc biệt khác cho ngân hàng. Tôi dự đoán rằng sáu tháng tới sẽ chứng kiến sự khởi đầu của thị trường đầu cơ giá xuống lớn nhất trong vòng 25 năm. Tuy nhiên, thực tế diễn ra theo hướng hoàn toàn ngược lại.

Mặc dù tôi đã cảm nhận rõ ràng rằng thị trường chứng khoán nói chung quá cao trong những ngày đầy nguy hiểm của năm 1929, nhưng tôi lại bị mắc bẫy do tính hấp dẫn của thị trường. Tôi cố gắng tìm kiếm một vài cổ phiếu "vẫn ở mức giá rẻ" và hứa hẹn những khoản đầu tư giá trị do "chúng vẫn chưa lên giá". Kết quả là với các khoản lợi nhuận nhỏ từ các giao dịch cổ phiếu cách

đó vài năm, với phần tiết kiệm từ khoản lương kha khá cộng thêm một ít tiền tôi kiếm được khi còn trong trường, tôi cố gắng thu góp được vài nghìn đô-la. Tôi chia khoản tiền này thành ba phần bằng nhau và đầu tư vào ba loại cổ phiếu mà do thiếu hiểu biết, tôi cho rằng chúng vẫn đang bị định giá thấp trong thị trường định giá quá cao. Một loại cổ phiếu thuộc công ty đầu máy xe lửa hàng đầu với mức P/E rất thấp. Ngành sản xuất thiết bị đường sắt là một trong những ngành công nghiệp có tính chu kỳ nhất, chúng ta hầu như không thể tưởng tượng điều gì sẽ xảy ra đối với lợi nhuận và doanh số của công ty khi cuộc suy thoái đang bủa vây phía trước. Hai loại cổ phiếu khác, thuộc một công ty sản xuất bảng dán thông cáo địa phương và một hãng tắc xi địa phương, đều đang được bán tại mức P/E rất thấp. Thay vì thành công như khi dự đoán những gì sẽ tiếp tục diễn ra đối với cổ phiếu của ngành radio, tôi không hề có hứng thú điều tra về những người hiểu rõ hai doanh nghiệp này, dù việc này tương đối đơn giản. Khi cuộc suy thoái ngày càng trầm trọng, tôi cảm nhận rất rõ rằng tại sao các công ty này lại bán với mức P/E thấp như vậy. Đến năm 1932, chỉ một tỷ lệ nhỏ các khoản đầu tư ban đầu của tôi trên thị trường trở về thị giá ban đầu.

Thị trường đầu cơ giá xuống trên quy mô lớn

Tôi tin rằng điểm khác biệt cơ bản giữa một người thông minh và một kẻ ngu ngốc là người thông minh học hỏi từ những sai lầm của mình, trong khi đó kẻ ngu ngốc thì không. Hệ quả của cách phân biệt trên là nó giúp tôi nhìn lại những sai lầm của mình và tránh không bao giờ lặp lại chúng.

Phương pháp tiếp cận đầu tư của tôi ngày càng mở rộng khi tôi rút ra bài học từ những sai lầm vào năm 1929. Tôi nhận ra rằng mặc dù một cổ phiếu có thể hấp dẫn khi chỉ số P/E thấp, nhưng bản thân chỉ số P/E thấp không đảm bảo điều gì, thậm chí nó còn có xu hướng đưa ra tín hiệu cảnh báo về mức độ yếu kém trong công ty đó. Tôi bắt đầu nhận thấy rằng sau này tất cả các quan điểm ở Phố Wall đều trái ngược, điều thật sự quan trọng là việc xác định một cổ phiếu rẻ hay bị định giá thấp không phải dựa vào tỷ lệ đó với thu nhập hiện tại, mà là tỷ lệ đó với thu nhập trong vài năm tới. Nếu tôi có thể thiết lập khả năng xác định mức thu nhập này trong một vài năm tới, tôi sẽ tránh được thiệt hại và thu về các khoản lợi nhuận kếch xù!

Bên cạnh việc nhận ra chỉ số P/E có xu hướng trở thành một dấu hiệu chỉ ra rằng một cổ phiếu là cái bẫy đầu tư cũng như đưa ra các đánh giá hữu ích về hoạt động đầu tư gian nan mà tôi đã trải qua trong suốt thời kỳ thị trường đầu cơ giá xuống trên quy mô lớn, tôi còn nhận thức sâu sắc về những điều quan trọng hơn. Tôi dự đoán đúng thời điểm các bong bóng của thị trường đầu cơ giá lên nổ tung, và gần đúng khi đánh giá tất cả các yếu tố gây nên sự kiện đó. Tuy nhiên, ngoại trừ danh tiếng của tôi tăng lên chút đỉnh, thì điều này chẳng mang lại tín hiệu tốt lành

nào. Kể từ đó, tôi nhận ra rằng mọi lý giải chính xác về chính sách đầu tư hoặc về sự thèm muốn, về việc mua hay bán bất cứ loại cổ phiếu cụ thể nào đều không hề có giá trị cho đến khi nó được chuyển hóa thành hành động nhằm hoàn thành các giao dịch cụ thể đó.

Cơ hội thực hiện dự định

Mùa xuân năm 1930, tôi thay đổi chỗ làm. Sở dĩ tôi đề cập việc này vì đó là thời điểm xảy ra những sự kiện hình thành nên triết lý đầu tư của tôi. Một hãng môi giới địa phương đã tìm đến tôi và hứa hẹn một mức lương mà ở độ tuổi 22 và trong bối cảnh thời đó, tôi khó lòng từ chối nổi. Hơn nữa, họ đề nghị tôi một công việc hấp dẫn hơn rất nhiều so với những việc nhàm chán trước đây của "nhà thống kê" trong chi nhánh đầu tư của ngân hàng. Do không phải chịu bất cứ trách nhiệm nào, tôi có thể dành toàn bộ thời gian tìm các chứng khoán riêng lẻ mà theo tôi rất thích hợp để bán hoặc mua. Sau đó, tôi viết các bản báo cáo cho các nhà môi giới của hãng, hỗ trợ họ thu được nhiều lợi nhuận.

Lời đề nghị này đến với tôi ngay sau khi Tổng thống Herbert Hoover có một câu phát biểu nổi tiếng: "Sự thịnh vượng đang ở ngay trước mặt chúng ta." Một vài đối tác của hãng tin vào điều này. Do vụ sụp đổ năm 1929, tổng số nhân viên của hãng giảm từ 125 xuống chỉ còn 75 người. Họ nói với tôi rằng nếu tôi chấp nhận lời đề nghị, tôi sẽ là nhân viên

thứ 76. Lúc đó tôi chỉ chờ thị trường giá xuống trong khi họ lại chờ giá lên. Tôi cảm thấy chắc chắn rằng thị trường đầu cơ giá xuống còn kéo dài rất lâu. Tôi nói rằng tôi sẽ làm cho họ với một điều kiện. Vì họ có thể tùy ý sa thải tôi bất cứ lúc nào nếu họ không thỏa mãn với chất lượng công việc của tôi nên họ không được xét đến yếu tố thâm niên khi cắt giảm nhân viên khi thị trường tài chính đi theo hướng xấu. Họ đã đồng ý.

Trong muôn vàn gian khó vẫn có cơ hội

Với tư cách là người làm thuê, tôi không thể đòi hỏi luôn được đối xử tốt. Trong tám tháng tiếp theo, tôi đã thu nhận được một kinh nghiệm mang tính giáo dục quý báu nhất trong suốt cuộc đời kinh doanh của tôi. Đầu tiên, tôi thấy hàng loạt ví dụ về lý do tại sao không nên đầu tư. Năm 1930, một lần nữa cổ phiếu lại giảm sút không ngừng, vị trí của những người thuê như tôi trở nên ngày càng bấp bênh. Sau đó, ngay trước Giáng sinh, chúng tôi – những người sống sót qua thời kỳ Đại suy thoái – đã chứng kiến một tình cảnh khắc nghiệt khi toàn bộ hãng bị đình chỉ giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán San Francisco vì vỡ nợ.

Đôi lúc tôi đã lờ mờ có kế hoạch khởi sự doanh nghiệp riêng bằng cách thu phí khách hàng khi quản lý khoản vốn của họ trong trường hợp sự thịnh vượng quay trở lại. Tôi có ý định đi đường

vòng nhằm vào những hoạt động của một nhà tư vấn đầu tư vì thời kỳ này vẫn chưa có ai sử dụng thuật ngữ này. Tuy nhiên, khi hầu hết những người tham gia lĩnh vực tài chính thắt chặt chi tiêu trong suốt thời kỳ ảm đạm vào tháng 1 năm 1931, công việc duy nhất tôi tìm được trong ngành chứng khoán đơn thuần là làm văn phòng, đối với tôi nó chẳng có gì thú vị. Nếu phân tích đúng tình thế, tôi có thể đã nhận ra đây là thời điểm hợp lý nhất để khởi sự một doanh nghiệp mới mà tôi từng dự định trong đầu. Tôi đã tìm ra hai lý do lý giải điều này. Thứ nhất, sau gần hai năm nước Mỹ chứng kiến thị trường đầu cơ giá xuống xảy ra trầm trọng, hầu như mọi người đều thất vọng với các mối liên hệ môi giới hiện thời và họ sẵn sàng nghe bất cứ ai, kể cả những người trẻ tuổi, đề xuất một cách tiếp cận hoàn toàn khác để quản lý các khoản đầu tư của họ. Thứ hai, khi nền kinh tế suy thoái sâu như năm 1932, rất nhiều doanh nhân giàu có có quá ít việc để làm và họ sẵn sàng dành thời gian gặp gỡ ai đó tìm đến họ. Còn trong thời kỳ bình ổn, thậm chí tôi không thể nào gặp được thư ký của họ.

Hình thành một nền tảng

Tất cả những điều này là kết quả từ những năm tôi làm việc tại một văn phòng nhỏ với chi phí cực rẻ. Không hề có cửa sổ, căn phòng của tôi chỉ đủ để một cái bàn và hai cái ghế với chi phí thuê 25 đô-la mỗi tháng. Các chi phí khác gồm văn phòng phẩm, bưu phí, thỉnh thoảng có các cuộc gọi đường dài. Cuốn sổ kế toán mà tôi vẫn giữ gợi nhớ lại quá trình gian khó mà tôi khởi nghiệp từ năm 1932. Sau thời gian không ngừng nỗ lực làm việc, trong năm đó tôi kiếm được khoản lợi nhuận trung bình 2,99 đô-la mỗi tháng. Năm 1933, khi tình cảnh vẫn còn khốn khó, tôi kiếm được một khoản hời hơn chút đỉnh, lợi nhuận trung bình 29 đô-la mỗi tháng. Nó cũng chỉ xấp xỉ khoản tiền mà những người bán báo trên đường phố có thể kiếm. Tuy nhiên, hai năm khởi nghiệp đầy khó khăn đó cũng chính là khoảng thời gian tôi kiếm lời nhiều nhất trong suốt cuộc đời. Chúng cung cấp cho tôi nền tảng để tạo dựng một công việc sinh lợi cao và từ năm 1935, tôi đã có một nhóm khách hàng rất trung thành. Tôi có quyền nói rằng tôi đã suy nghĩ sáng suốt khi khởi nghiệp với doanh nghiệp của mình, chứ không ngồi chờ đợi thời điểm thuận lợi hơn để bắt đầu. Thực tế, chính công việc duy nhất và đầy khó khăn đó đã thúc đẩy tôi dấn thân khám phá.

2. Học hỏi từ kinh nghiệm

Khi còn làm việc ở ngân hàng, tôi đã chú ý khá nhiều tới mẩu thông tin về hai công ty ở gần San Jose vốn khơi gợi trong tôi rất nhiều hứng thú suốt quãng đời sinh viên ở trường kinh doanh Stanford (khi tham quan cùng Giáo sư Boris Emmett). Năm 1928, nhà máy John Bean Manufacturing Co. và nhà máy Anderson-Barngrover Manufacturing Co. đã sáp nhập với Sprague Sells Corporation, hãng sản xuất rau đóng hộp hàng đầu của Hoopeston, ở Illinois thành tập đoàn Food Machinery Corporation.

Trong các thời kỳ đầu cơ ồ ạt, nước Mỹ đã chứng kiến hàng loạt cơn điên loạn về hoạt động mua cổ phiếu đến mức cổ phiếu của Food Machinery Corporation phải tăng giá bán để có thể cân bằng với lượng cầu khổng lồ. Cũng trong năm 1928, ít nhất là 20 công ty khác đã phát hành cổ phiếu mới, do các thành viên của Sở Giao dịch Chứng khoán San Francisco bán cho những người mua háo hức ở khu vực vùng Vịnh. Những lần phát hành không có cơ sở bền vững này chẳng khác gì một sự kiện kinh hoàng. Một nhân viên của hãng giao dịch chứng khoán đã bán nhiều cổ phần của một công ty bán nước đóng chai từ Thái Bình Dương nói với tôi rằng các cổ phần này được bán mà không hề có một bộ báo cáo tài chính hoàn chỉnh nào của những người bảo lãnh phát hành, họ chỉ nắm giữ một bức ảnh về nơi khai thác nguồn nước và một vài địa chỉ liên lạc cá nhân của các cổ đông bán! Trong suy nghĩ của mọi người, cổ phiếu của Food Machinery Corporation chỉ là một trong những lời chào bán mới khá hấp dẫn của năm đó, không thua kém bao nhiêu so với phần còn lại. Nó chào bán ở mức giá 21,50 đô-la.

Trong những khoảng thời gian đó, các quỹ vốn chung nắm giữ cổ phần là hoàn toàn hợp pháp. Một nhóm các nhà đầu tư địa phương với kinh nghiệm ít ỏi về hoạt động điều hành quỹ vốn chung, song được một người rất nhiệt tình với Food Machinery Corporation lãnh đạo, đã quyết định "điều hành một hoạt động giao dịch" về cổ phần của công ty. Phương thức hoạt động của tất cả quỹ vốn chung này về cơ bản là giống nhau. Các thành viên sẽ bán cổ phiếu qua lại cho nhau tại mức giá tăng lên dần dần. Hoạt động trong dây chuyền mua cổ phiếu này đã thu hút sự quan tâm của những người mà sau đó bắt đầu mua và tìm mọi cách sở hữu các cổ phần của quỹ vốn chung ở mức giá cao hơn nữa. Những người thao túng thị trường chứng khoán khôn khéo vốn có kinh nghiệm hoạt động cũng như trình độ trong lĩnh vực này luôn khiến mọi người hoài nghi, một số đã kiếm được hàng triệu đô-la và từng đề nghị tôi làm đối tác cấp dưới. Tuy nhiên, thao túng thị trường không phải là mục tiêu của những người điều hành quỹ vốn chung Food Machinery. Đầu mùa thu năm 1929, khi cổ phiếu phải đối mặt với nguy cơ trượt dốc, quỹ vốn chung mua vào hầu hết các cổ phần đã phát hành ra công chúng. Mức báo giá của cổ phần Food Machinery cao ở mức 50, và kết quả là không có một cổ phiếu nào rơi vào tay công chúng.

Những năm tiếp theo, hoạt động kinh doanh nhìn chung càng ngày càng tồi tệ, mọi người đều có thể nhận rõ những gì xảy ra với cổ phiếu của các công ty nhỏ khi phát hành ra công chúng vào năm 1928. Lần lượt các công ty này bị phá sản, còn hầu hết các công ty đang bám trụ đều thông báo lỗ. Thị trường của các cổ phần này phần lớn đều ngừng hoạt động.

Trong nhóm này, có một hoặc hai công ty trụ vững và có sức thu hút. Tuy nhiên, nhìn chung công chúng không nhận thấy sự khác biệt, họ cho rằng tất cả các công ty đó chỉ là khoản đầu cơ nhỏ nhặt. Khi thị trường đạt mức đáy cuối cùng vào năm 1932 và giữ mức đó khi toàn bộ hệ thống ngân hàng Mỹ đóng cửa trùng với thời điểm Tổng thống Franklin D. Roosevelt nhậm chức vào ngày 4 tháng 3 năm 1933, cổ phần của Food Machinery xuống tới mức giá 4-5 đô-la, thậm chí có 100 cổ phần được giao dịch với mức giá thấp nhất từ trước đến nay, mức 3,75 đô-la.

Food Machinery – cơ hội đầu tư

Năm 1931, tôi xoay xở mọi cách để tìm kiếm cơ hội cho doanh nghiệp mới của mình. Tôi quan sát tình hình của Food Machinery với sự hứng thú ngày càng gia tăng. Nhận thấy những hậu quả phải gánh chịu khi không đối mặt với vấn đề và đánh giá bộ máy quản lý của hai công ty địa phương mà tôi từng mất phần lớn khoản đầu tư của mình cách đấy vài năm, tôi quyết định không bao giờ được lặp lại những sai lầm này. Càng tiếp xúc với các thành viên của Food Machinery, tôi càng cảm thấy kính trọng họ hơn. Bởi xét trên nhiều phương diện, vốn đã vượt qua thời kỳ gay cấn nhất của cuộc Đại suy thoái, hãng là một thế giới vi mô về kiểu cơ hội mà tôi sẽ tìm kiếm trong vài năm tới.

Ngay từ lúc đầu, mặc dù Food Machinery tương đối nhỏ, tôi tin rằng nó vẫn dẫn đầu thế giới về quy mô và chất lượng dây chuyền sản phẩm. Điều này mang lại cho hãng lợi thế về quy mô; tức là, bên cạnh danh tiếng của một hãng sản xuất lớn và hiệu quả, nó còn có thể là một nhà sản xuất có chi phí thấp.

Đứng trên quan điểm cạnh tranh, bộ phận marketing có thế mạnh rất lớn. Khách hàng đánh giá cao các sản phẩm của hãng. Hãng còn kiểm soát cả tổ chức bán hàng của mình. Bên cạnh đó, hãng sở hữu dây chuyền đóng hộp với một lượng lớn máy móc, chiếm một số phân khúc thị trường mà các đối thủ khác không thể chen chân vào.

Trên nền tảng vững chắc này, hãng còn có một phần gây hứng thú nhất, đó là các công trình nghiên cứu sáng tạo. Hãng đã hoàn thiện các thiết bị thuộc các khu vực sản xuất sản phẩm mới, như máy gọt vỏ lê, máy đóng lon hay quy trình tạo màu cho cam. Theo đánh giá của tôi, hãng có một tương lai xán lạn với những sản phẩm mới hứa hẹn thành công vang dội.

Cũng trong thời gian này, tôi nhận thức được rằng dù các lĩnh vực đó có hấp dẫn đến đâu thì những vấn đề như vậy tự thân chúng không đủ để đảm bảo thành công lớn. Chất lượng của những người làm việc trong công ty mới là yếu tố quan trọng. Tôi sử dụng từ "chất lượng" để đề cập hai đặc điểm hoàn toàn khác nhau. Một là năng lực kinh doanh. Năng lực kinh doanh có thể chia nhỏ thành hai loại kỹ năng. Một là kỹ năng giải quyết những công việc hàng ngày với mức hiệu suất trên trung bình. Nói cách khác, kỹ năng điều hành là giải quyết những việc phải làm liên quan đến quá trình điều hành hoạt động kinh doanh trong tương lai gần, ở trên mức trung bình.

Tuy nhiên, trong thế giới kinh doanh, năng lực quản lý xuất sắc cũng cần có thêm một kỹ năng khác nữa. Đó là năng lực nhìn xa trông rộng và thiết lập các kế hoạch dài hạn nhằm tạo ra những bước phát triển đáng kể trong tương lai. Rất nhiều công ty có bộ máy quản lý thỏa mãn một trong những kỹ năng nói trên. Tuy nhiên, để thành công thật sự cần phải hội tụ đầy đủ cả hai.

Năng lực kinh doanh chỉ là một trong hai đặc điểm cơ bản thuộc về nhân lực mà tôi tin rằng hoàn toàn cần thiết đối với một khoản đầu tư giá trị và trung thực. Bất cứ ai thấm nhuần bài học đầu tiên về thế giới kinh doanh trong giai đoạn trước vụ sụp đổ năm 1929 đều nhận thấy tầm quan trọng của tính trung thực. Những người chủ và nhà quản lý của một doanh nghiệp luôn tiếp cận với các sự vụ của nó hơn là các cổ đông. Nếu các nhà quản lý không thật sự làm đúng trách nhiệm đối với các cổ đông thì sớm hay muộn các cổ đông sẽ không nhận được đúng những gì họ đáng được nhận. Các nhà quản lý tư lợi nhằm thỏa mãn nhu cầu cá nhân không thể tạo dựng được một đội ngũ nhân viên nhiệt tình và trung thành – một điều rất cần thiết nếu muốn mở rộng quy mô doanh nghiệp.

Rẽ trái hay rẽ phải

Trong lĩnh vực đầu tư, lợi nhuận lớn nhất sẽ thuộc về những người có khả năng rẽ theo hướng chính xác trong khi giới tài chính lại rẽ theo hướng khác. Nếu giới tài chính nhận định đúng tương lai của Food Machinery Corporation lúc đó, lợi nhuận dành cho những người mua cổ phần trong giai đoạn 1932-1934 sẽ ít hơn rất nhiều. Do công chúng không nhận thấy giá trị thật sự của hãng và xem Food Machinery như một trong những doanh nghiệp dễ phá sản khi bán cổ phiếu ra công chúng tại thời điểm nạn đầu cơ đang ở mức cao, vì vậy chúng ta có thể mua một lượng lớn cổ phần với mức giá vô lý, khi mà chúng bắt đầu sụt giá. Theo quan điểm của tôi, việc giữ vững tinh thần và không a dua theo đám đông, sáng suốt rẽ trái khi đám đông rẽ phải là một trong những nhân tố cơ bản quan trọng nhất giúp đầu tư thành công.

Như một nguồn nước bị dồn nén quá lâu nay bắt đầu phun trào ra, giai đoạn 1933-1937 chứng kiến cổ phiếu nói chung tăng lên từ từ, sau đó bùng phát thành thị trường đầu cơ giá lên tới mức đỉnh điểm, tiếp đó là một vụ đổ vỡ với quy mô lớn vào năm 1938, một năm sau thì được khôi phục. Với nhận thức sâu sắc rằng Food Machinery sẽ hoạt động tốt hơn thị trường nói chung, tôi đã mua các cổ phần cho khách hàng mà tôi từng thuyết phục họ nắm giữ. Tôi có thể làm được điều này khi nói chuyện với bất cứ khách hàng tiềm năng nào tôi có thể tiếp cận. Tôi cảm thấy đây chính là kiểu cơ hội mà cả đời chỉ có một lần, như Shakespeare từng nói: “Đời ai cũng có một vận may mà nếu ai biết tận dụng sẽ trở nên giàu có.” Trong những năm đầy hứng thú, khi tôi nuôi hy vọng tràn trề và cả khi túi tiền lẫn danh tiếng của tôi trong giới tài chính hầu như không có gì, tôi luôn tự động viên mình bằng câu nói đó để củng cố quyết tâm.

Trái ngược nhưng đúng đắn

Có rất nhiều tài liệu đầu tư đề cập đến tầm quan trọng của quan điểm trái ngược. Tuy nhiên, quan điểm trái ngược thôi chưa đủ. Tôi đã chứng kiến nhiều nhà đầu tư bị ám ảnh bởi lối suy nghĩ cần phải đi ngược lại với xu thế của số đông, vì vậy họ đã bỏ qua hậu quả: khi bạn suy nghĩ trái ngược hẳn với xu hướng đầu tư hiện thời, bạn phải chắc chắn, rất chắc chắn rằng mình đúng. Chẳng hạn, khi xuất hiện một xu hướng hiển nhiên rằng ôtô sẽ thay thế phần lớn xe điện và các cổ phần của ngành đường sắt địa phương từng rất được ưa chuộng nay bắt đầu bán ra với mức P/E thấp hơn hẳn, bạn sẽ phải trả giá đắt nếu đi theo lối suy nghĩ trái ngược và mua chứng khoán của ngành xe điện chỉ dựa trên lập trường rằng mọi người nghĩ chúng đang trong thời kỳ giảm sút, chắc chắn chúng sẽ hấp dẫn trở lại. Các khoản lợi nhuận khổng lồ luôn chờ sẵn những người rẽ trái trong khi hầu hết giới tài chính đều rẽ phải, với điều kiện những người rẽ trái phải có cơ sở thật sự chắc chắn đảm bảo rằng họ đang đi đúng hướng.

Ngay từ đầu tôi đã nhận ra rằng tôi đang đối mặt với nguy cơ “trật bước”. Tôi đã mua “trật pha” các khoản mua gần đây tại Food Machinery và một loạt các công ty khác, khi giá trị thật sự của chúng không được giới tài chính đánh giá cao. Tôi có thể sai, giới tài chính có thể đúng. Nếu vậy, không có gì tồi tệ hơn đối với các khách hàng và chính bản thân tôi khi để niềm tin mù quáng kìm hãm một khoản tiền lớn không thể sinh lợi.

Mặc dù tôi nhận thức đầy đủ rằng tôi có thể kiếm các khoản lợi nhuận đó bằng cách thực hiện quá trình như tôi đã mô tả ở trên, rẽ trái trong khi số đông rẽ phải, song cũng rất cần những lần thực tế kiểm chứng chắc chắn rằng tôi đã hoàn toàn đúng khi rẽ trái.

Kiên trì và thực hiện

Với quan điểm đó, tôi đã thiết lập nguyên tắc ba năm. Tôi luôn nhắc đi nhắc lại với khách hàng rằng khi tôi mua một cổ phiếu nào đó cho họ, họ không được đánh giá kết quả chỉ trong một tháng hay một năm, mà phải cho tôi một khoảng thời gian ba năm để thẩm định. Nếu tôi không mua được các cổ phiếu mang lại giá trị cao cho họ trong thời gian đó, họ có thể sa thải tôi. Trong năm đầu tiên, việc tôi thành công hay không phần lớn phụ thuộc vào sự may mắn. Tôi tuân theo nguyên tắc đó trong khi quản lý bất cứ một cổ phiếu riêng lẻ nào trong ba năm đó, tất nhiên vẫn có ngoại lệ. Nếu tôi tin chắc một cổ phiếu sẽ không mang lại kết quả gì sau ba năm, tôi sẽ bán nó. Nếu cổ phiếu đó hoạt động kém hơn so với thị trường trong một hoặc hai năm, tôi sẽ không muốn nó nữa. Tuy nhiên, giả sử không có điều gì khiến quan điểm ban đầu của tôi về công ty đó thay đổi, tôi sẽ tiếp tục giữ cổ phiếu đó trong ba năm.

Giai đoạn nửa cuối năm 1955, tôi mua một lượng khá lớn các cổ phần của hai công ty mà tôi chưa từng đầu tư. Chúng có vẻ là ví dụ điển hình về các lợi thế và vấn đề trong việc đầu tư trái ngược với quan điểm phổ biến hiện thời của giới đầu tư. Năm 1955 có thể coi là năm bắt đầu một giai đoạn kéo dài gần 15 năm "thời kỳ hoàng kim đầu tiên của cổ phiếu ngành điện tử". Giới tài chính bị choáng ngợp bởi hàng loạt hãng điện tử với khoản tiền lãi mà đến năm 1969 sẽ đạt tới những mức tỷ lệ hết sức ngoạn mục, như IBM, Texas Instruments, Varian, Litton Industries và Ampex. Tuy nhiên, đến năm 1955, tất cả những điều này vẫn chưa xảy ra. Vào thời gian đó, ngoại trừ IBM, mọi người đều cho rằng tất cả các cổ phiếu đang bị đầu cơ quá cao và không đáng thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư bảo thủ và các tổ chức lớn. Tuy nhiên, khi dự cảm một phần những gì sẽ xảy ra sắp tới, tôi đã mua một lượng lớn cổ phiếu của Texas Instruments và Motorola vào thời điểm còn lại của năm 1955.

Ngày nay, Texas Instruments là nhà sản xuất chất bán dẫn lớn nhất trên thế giới, Motorola xếp ngay ở vị trí thứ hai. Vào thời gian đó, vị thế của Motorola trong ngành bán dẫn hầu như rất nhỏ bé. Tôi rất ấn tượng với những người làm việc trong hãng và với vị thế thống trị của Motorola trong ngành viễn thông di động – một ngành đang có tiềm năng lớn; trái lại, giới tài chính lại đánh giá hãng chỉ với vai trò nhà sản xuất tivi và radio. Đối với trường hợp Texas Instruments, bên cạnh lòng yêu mến và tôn trọng dành cho nhân viên của hãng, tôi còn chịu ảnh hưởng bởi một hệ thống niềm tin hoàn toàn khác. Giống như những người khác, tôi nhận thấy tương lai tăng trưởng mạnh mẽ từ lĩnh vực bán dẫn của hãng. Tôi cảm thấy đó là những người có thể cạnh tranh ít nhất là bằng hoặc tốt hơn General Electric, RCA, Westinghouse và các hãng khổng lồ khác, trái với hầu hết quan điểm ở Phố Wall. Rất nhiều người đã chỉ trích khi tôi tăng quỹ đầu tư vào các hãng có tính đầu cơ quy mô nhỏ như vậy và họ chắc chắn chúng sẽ phải chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các hãng lớn.

Sau khi tôi mua các cổ phần đó, trong ngắn hạn, thị trường chứng khoán hoàn toàn đi theo chiều hướng khác hẳn. Trong một năm, Texas Instruments đã gia tăng giá trị khá lớn. Motorola giảm xuống dưới mức từ 5-10% chi phí mà tôi bỏ ra khi mua. Hãng hoạt động tồi tệ đến mức mà một trong những khách hàng lớn của tôi đã rất bực mình, vì thế ông ta chỉ gọi Motorola bằng cái tên “con gà tây mà anh mua cho tôi”. Các mức báo giá không mong đợi kéo dài khoảng hơn một năm. Tuy nhiên, khi giới tài chính bắt đầu nhận thấy tầm quan trọng của ngành truyền thông mà Motorola hướng đến, cùng với giai đoạn bước ngoặt trong lĩnh vực chất bán dẫn, cổ phiếu của hãng dần có những tiến triển khá ngoạn mục.

Khi mua cổ phần của Motorola, tôi kết hợp với một công ty bảo hiểm lớn, công ty này đã thông báo cho bộ máy quản lý của Motorola biết rằng họ cũng rất quan tâm đến những kết luận mà tôi đưa ra trong chuyến viếng thăm đầu tiên. Không lâu sau khi công ty bảo hiểm mua một lượng đáng kể cổ phiếu của Motorola, họ đã chuyển toàn bộ danh mục đầu tư của mình tới một ngân hàng ở New York để thẩm định. Ngoại trừ Motorola, ngân hàng chia danh mục đầu tư thành ba nhóm: hấp dẫn nhất, kém hấp dẫn hơn và kém hấp dẫn nhất. Tuy nhiên, họ từ chối đưa Motorola vào bất cứ danh mục đầu tư nào và nói rằng đó không phải là loại công ty mà họ đáng quan tâm; bởi vậy họ không có đánh giá gì về hãng này. Tuy nhiên, một trong những nhân viên của công ty bảo hiểm đã nói với tôi rằng ba năm sau khi bị giới tài chính ở Phố Wall cự tuyệt, Motorola đã vượt lên hơn hẳn các cổ phiếu khác trong danh mục đầu tư của họ! Nếu không có nguyên tắc ba năm, có thể tôi đã không đủ kiên trì giữ vững các cổ phiếu của Motorola trước sức ảnh hưởng của thị trường đang theo chiều hướng tiêu cực và những lời phê bình từ phía khách hàng.

Mọi nguyên tắc đều có ngoại lệ... nhưng không nhiều

Đã bao giờ tôi bán cổ phiếu do nguyên tắc ba năm và sau đó hối tiếc vì một mức tăng giá lớn diễn ra trên thị trường chứng khoán? Trên thực tế, tôi đã bán một vài lần. Không phải vì hầu như rất ít lần các khoản mua đó không thể mang lại một mức tăng giá lớn, mà chính vì mục tiêu tôi đã chọn chúng. Trong hầu hết các trường hợp, khi tiếp tục kiểm tra thêm tình hình của công ty và hiểu hơn về nó, tôi đã thay đổi quan điểm. Tuy nhiên, trong số ít trường hợp khi nguyên tắc ba năm là yếu tố duy nhất khiến tôi mua và rồi bán chúng, tôi hầu như không phải hối tiếc trước những phản ứng của thị trường.

Đã bao giờ tôi vi phạm nguyên tắc ba năm mà mình đặt ra? Câu trả lời là có, chính xác là một lần, đó là vào giữa thập niên 1970. Ba năm trước đó, tôi đã mua một lượng lớn cổ phần của Rogers Corporation. Rogers chuyên về các lĩnh vực liên quan đến chất polymer, và tôi tin rằng họ đang chuẩn bị phát triển các chi nhánh bán độc quyền với những sản phẩm có sức tăng lớn

về doanh số, không chỉ trong một hay hai năm mà là rất nhiều năm. Tuy nhiên, vào cuối khoảng thời gian ba năm, cổ phiếu sụt giảm và thu nhập của công ty cũng sụt giảm. Một vài sức ảnh hưởng khiến tôi nhận ra rằng đây là trường hợp mình đã bỏ qua các nguyên tắc do bản thân đặt ra – một ngoại lệ. Một trong những sức ảnh hưởng đó chính là mối cảm tình mà tôi dành cho Norman Greenman, chủ tịch công ty. Tôi đã tin chắc rằng ông ta có khả năng phi thường, quyết tâm giải quyết những vấn đề tác động rất lớn đến nhà đầu tư, có tính cách trung thực và không hề giấu giếm những thông tin xấu liên tục xảy ra.

Còn một yếu tố cơ bản ảnh hưởng sâu sắc đối với tôi: lý do cơ bản khiến lợi nhuận công ty quá thấp chính là Rogers đã chi một khoản tiền hoàn toàn không cân xứng vào việc phát triển một sản phẩm mới độc đáo dường như sẽ mang lại triển vọng gặt hái lợi nhuận lớn. Do đó, nó đã khiến nguồn tiền của và nhân lực không được đầu tư vào những sản phẩm hấp dẫn có tiềm năng khác và với mức độ quan tâm thấp hơn. Khi công ty đưa ra quyết định đúng đắn là dừng tất cả mọi nỗ lực vào sản phẩm này, không lâu sau, cùng với một vài cải tiến khác, mọi chuyện trở nên đầy hứa hẹn, khởi đầu một thời kỳ phát triển mạnh mẽ. Tuy nhiên, tất cả những điều này đều cần phải có thời gian. Trong khi đó, công ty không hoạt động hiệu quả như mong đợi của những người mua cổ phần, điều đó khiến cổ phiếu giảm xuống mức không hề tương xứng với doanh số, tài sản của nó hay bất cứ mức thu nhập bình thường nào. Đây là một ví dụ điển hình về việc rẽ trái trong khi giới tài chính rẽ phải. Bởi vậy, dù theo quy tắc ba năm hay không, tôi đều làm tăng số cổ phần của mình và khách hàng, mặc dù một số khách hàng – chịu ảnh hưởng bởi những năm chờ đợi và những gì công ty đã thực hiện – xem xét hành động đó với một chút e ngại. Trong những tình huống như vậy, khi sự thay đổi mang tính bước ngoặt xảy ra, nó đến rất nhanh. Rõ ràng mức thu nhập được cải thiện không chỉ là vấn đề một hay hai năm, mà là mang những dấu hiệu rõ ràng rằng nó sẽ tăng trưởng thật sự trong nhiều năm, cổ phiếu tiếp tục gia tăng tương ứng.

Một cuộc thử nghiệm với việc xác định chính xác thời điểm của thị trường

Khi xoay xở tìm cách kiếm tiền từ cổ phiếu thường, tôi bắt đầu nhận ra rằng tôi có thể thu được những bài học đáng giá khi nghiên cứu Food Machinery Corporation. Hầu hết những hoạt động của họ đều phụ thuộc vào ngành đóng hộp rau quả. Để có cơ sở chắc chắn rằng thật đúng đắn khi mua cổ phần của Food Machinery, tôi đã nghiên cứu kỹ lưỡng về các nhân tố ảnh hưởng tới các công ty đóng hộp rau quả. Ngành công nghiệp này mang tính chu kỳ cao do các điều kiện kinh doanh nói chung luôn thay đổi và sức ảnh hưởng của thời tiết đối với vụ mùa.

Khi đã khá quen thuộc với các đặc điểm của ngành đóng hộp, tôi quyết định sẽ cố gắng và tận dụng những kiến thức trên, không phải để đầu tư dài hạn như những gì tôi đang làm ở Food

Machinery, mà qua các giao dịch hàng ngày về cổ phần của California Packing Corporatio – sau này là một công ty độc lập và là xưởng đóng hộp rau quả lớn nhất. Kể từ thời điểm nghiêm trọng nhất của cuộc Đại suy thoái cho đến khi kết thúc thập kỷ đó, tôi đã mua cổ phần của công ty này với ba lần khác nhau. Mỗi lần tôi bán chúng và thu được một khoản lợi nhuận.

Nếu nhìn bề ngoài, điều này nghe có vẻ như thể tôi đang thực hiện một việc gì đó đáng giá. Tuy nhiên, vài năm sau, khi nỗ lực phân tích những hành động khôn ngoan và không khôn ngoan trong hoạt động kinh doanh, tôi càng ngày càng nhận thức rõ những hành động xuẩn ngốc. Chúng chiếm một lượng thời gian và công sức khá lớn, khiến tôi không thể chú tâm vào những điều khác hứa hẹn sẽ mang lại kết quả tốt hơn. Tuy nhiên, tổng số tiền trong mối tương quan với rủi ro không hề đáng kể so với những khoản lợi nhuận mà tôi mang lại cho khách hàng khi mua cổ phần của Food Machinery Corporation; trong những trường hợp, tôi mua với mục đích chờ các khoản tăng dài hạn và giữ chúng trong một khoảng thời gian khá lâu. Bên cạnh đó, tôi đã chứng kiến đủ mọi giao dịch xảy ra hàng ngày, trong đó có một số thương vụ do một số cá nhân xuất sắc tiến hành, và tôi biết rằng thành công ba lần liên tiếp chỉ làm tăng khả năng rằng lần thứ tư sẽ kết thúc trong tai họa. Những rủi ro nhiều hơn so với khi mua một lượng cổ phần tương tự của các công ty mà tôi cho là đủ mức hứa hẹn để giữ chúng nhằm chờ đợi thời kỳ tăng trưởng kéo dài trong nhiều năm. Bởi vậy, vào giai đoạn cuối Chiến tranh thế giới thứ hai, khi triết lý đầu tư hiện thời của tôi đã đúc kết được khá nhiều, tôi thực hiện điều tôi tin là một trong những quyết định giá trị nhất trong suốt cuộc đời kinh doanh của mình. Đó chính là tập trung mọi công sức vào một mục đích là thu về những khoản lời lớn trong dài hạn.

Hãy quan tâm đến mức giá thị trường, cơ hội đang ở phía trước

Trong suốt thập niên 1930, tôi nhận thấy một số điều mà theo tôi thật sự quan trọng. Tôi vừa đề cập rằng tôi không hề thu được lợi gì từ những dự đoán chính xác của mình về thị trường đầu cơ giá xuống trên quy mô lớn bắt đầu từ

năm 1929. Toàn bộ cách lý giải đúng đắn về thế giới sẽ không có giá trị gì trong hoạt động đầu tư chứng khoán, trừ phi nó chuyển thành hành động cụ thể. Kinh nghiệm đầu tiên của tôi khi điều hành doanh nghiệp riêng xuất phát trong suốt thời kỳ cuộc Đại suy thoái xảy ra trầm trọng nhất, khi những khoản tiền nhỏ trở nên đặc biệt quan trọng. Có thể cũng do điều này, hoặc cũng có thể do cá tính của tôi, nên khi khởi nghiệp tôi thấy mình thường phân vân, do dự trước các bước giá. Những nhà môi giới hiểu biết luôn nói với tôi rằng nếu tôi tin là một cổ phiếu sẽ tăng gấp mấy lần trong vài năm tới so với mức giá hiện thời, thì hầu như chẳng có gì đáng kể nếu mua cổ phần ở mức 10 đô-la hay 10,25 đô-la. Tuy nhiên, tôi luôn đặt các lệnh có giới hạn vì những quyết định bảo thủ của tôi chỉ trả ở mức 10,12 đô-la, nhất quyết không tăng lên. Nếu xét

về tính logic, điều này nghe thật vô lý. Tôi đã quan sát và thấy rằng đó là một thói quen xấu trong đầu tư, nó đã ăn sâu vào lối tư duy của rất nhiều người. Thật may tôi không nằm trong số đó.

Tôi đã nhận thức được rõ ràng về những nguy cơ tiềm ẩn của những giới hạn bảo thủ nhờ hậu quả từ sai lầm của người khác. Tôi còn nhớ rõ câu chuyện đó như thể nó vừa xảy ra ngày hôm qua. Một lần, khi tình cờ gặp một khách hàng quan trọng, tôi nói với ông ta rằng tôi vừa ghé thăm Food Machinery Corporation, triển vọng của hãng này chưa bao giờ tốt như lúc này, rằng tôi nghĩ ông ta nên mua thêm cổ phần của hãng. Ông ta hoàn toàn đồng ý với tôi và hỏi xem giá cổ phiếu vào lúc đóng cửa phiên giao dịch buổi chiều đó thế nào. Tôi nói rằng nó có giá 34,50 đô-la. Ông ta đặt lệnh với số lượng lớn và nói rằng chỉ trả với mức 33,25 đô-la, không cao hơn nữa. Một vài ngày tiếp theo, cổ phiếu dao động ở mức luôn cao hơn mức giá ông ta đưa ra một chút. Chưa bao giờ nó giảm xuống mức như vậy. Tôi đã gọi điện hai lần và thúc giục ông ta tăng mức giá lên 1/4 điểm để có thể mua được cổ phiếu đó. Thật không may, ông ta nhất quyết: "Không, đó là giá đặt mua của tôi". Chỉ trong một vài tuần, cổ phiếu tăng hơn 50% và kể cả sau khi đã tính đến việc chia tách cổ phiếu, lịch sử của hãng này không bao giờ có giá cổ phiếu giảm xuống tới mức gần với mức mà ông ta đặt lệnh.

Hành động của quý ông này đã khiến tôi ghi tâm khắc cốt rằng không bao giờ được lặp lại hành động xuẩn ngốc kiểu như vậy nữa. Dần dần, tôi đã vượt qua những điểm yếu của bản thân. Tôi nhận thức đầy đủ rằng nếu một người muốn mua một lượng cổ phiếu lớn, anh ta không thể bỏ qua vấn đề 1/4 đô-la hay 1/8 đô-la, bởi khi mua một số cổ phiếu, anh ta có thể đề ra mức giá có lợi cho mình. Tuy nhiên, đối với những giao dịch có giá trị lớn, việc quá cứng nhắc về các tỷ lệ khác nhau không mấy đáng kể trong mức giá có thể khiến nhà đầu tư phải trả giá đắt. Trong trường hợp của tôi, tôi hoàn toàn kiểm soát được việc đó khi mua, song khi bán thì chỉ kiểm soát được một phần. Trong những năm qua, do đặt lệnh bán với mức giá giới hạn, thay vì theo mức giá thị trường, tôi đã bỏ lỡ một giao dịch chỉ chênh 1/4 điểm, và kết quả của vụ giao dịch này là tại thời điểm tôi đang viết những điều này, cổ phiếu đã giảm 35% so với thời điểm tôi đặt lệnh bán. Tại những mức giữa giới hạn mà tôi đưa ra và mức giá hiện tại, tôi chỉ bán được một phần nhỏ trong lượng cổ phiếu nắm giữ.

3. Một triết lý hoàn hảo

Thời gian nước Mỹ bị cuốn vào cuộc Chiến tranh thế giới thứ hai có ảnh hưởng đến quá trình hình thành triết lý của tôi. Đầu năm 1942, tôi nhận một nhiệm vụ trở thành nhân viên văn phòng của Không lực Hoa Kỳ. Trong ba năm rưỡi, tôi tạm ngừng công việc kinh doanh để thực hiện nghĩa vụ quân sự vốn không có giá trị gì nhiều cho "Chú Sam" . Trong những năm vừa qua, tôi thường nói rằng tôi đã làm một nhiệm vụ rất vẻ vang cho tổ quốc. Dù cho Quốc trưởng Hitler hay Nhật hoàng Hirohito cũng không thể xâm phạm vào những lãnh địa mà tôi có nghĩa vụ bảo vệ: Arkansas, Texas, Kansas và Nebraska! Trong khoảng thời gian ngồi bàn giấy và luôn khoác trên người bộ quân phục của "Chú Sam", và vì chẳng có việc gì để làm, tôi lại có thời gian rảnh rỗi để phân tích rõ ràng từng chi tiết về quá trình mình khởi nghiệp. Triết lý đầu tư của tôi dần dần hình thành nên một hệ thống rõ ràng hơn.

Trong suốt giai đoạn này, tôi đã rút ra hai kết luận khác rất quan trọng đối với hoạt động kinh doanh tương lai của mình. Trước chiến tranh, tôi phục vụ tất cả các tầng lớp khách hàng, lớn, nhỏ, với những mục tiêu khác nhau. Hầu hết các hoạt động kinh doanh của tôi tập trung vào việc tìm kiếm những công ty đặc biệt sẽ có những mức tăng trưởng đáng kể, trên mức trung bình, trong những năm sắp tới. Sau chiến tranh, tôi giới hạn khách hàng của mình thành một nhóm nhỏ với những khoản đầu tư lớn, mục tiêu chỉ tập trung vào nhóm các công ty tăng trưởng này. Vì các lý do về thuế, sự tăng trưởng sẽ có nhiều khả năng thu lợi cho khách hàng hơn.

Một quyết định quan trọng nữa là ngành hóa chất sẽ có một giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm sau chiến tranh. Bởi vậy, khi giải ngũ, tôi sẽ có một dự án với mức ưu tiên cao là nỗ lực tìm kiếm công ty hấp dẫn nhất trong số các công ty hóa chất lớn, tiếp đó dùng các nguồn quỹ tôi đang quản lý để mua một lượng cổ phần lớn. Trong năm đầu tiên khi bắt đầu lại hoạt động kinh kinh doanh của mình, tôi đã dành nhiều thời gian nói chuyện với bất kỳ ai hiểu biết về ngành hóa chất vốn khá phức tạp. Đó là các nhà phân phối của một hoặc hai công ty lớn, các giáo sư thuộc khoa hóa của trường đại học có vốn kiến thức chuyên sâu về hoạt động của ngành hóa chất, thậm chí cả một số người thuộc các công ty xây dựng lớn từng xây dựng nhà máy sản xuất hóa phẩm – tất cả đều đóng vai trò là nguồn thông tin nền tảng đặc biệt quan trọng. Kết hợp các nguồn thông tin đầu vào kể trên với việc phân tích dữ liệu tài chính, tôi chỉ mất ba tháng để thu hẹp những lựa chọn của mình xuống chỉ còn một trong ba công ty. Kể từ thời điểm đó, quá trình tiếp theo sẽ diễn ra với tốc độ chậm hơn và việc đưa ra quyết định sẽ khó khăn hơn. Tuy nhiên, mùa xuân năm 1947, tôi quyết định lựa chọn Dow Chemical Company.

Một quốc gia của nhiều dân tộc

Có rất nhiều lý do khiến tôi quyết định chọn Dow Chemical trong hàng loạt những công ty đầy hứa hẹn của ngành hóa chất. Tôi tin rằng sẽ rất hữu ích khi kể ra một số lý do bởi chúng là ví dụ cụ thể về những điều tôi đang tìm kiếm trong số ít những công ty liên quan mà tôi mong muốn đầu tư. Khi bắt đầu quen biết nhiều người trong tổ chức Dow, tôi nhận thấy mức tăng trưởng mà họ vừa đạt được đã tạo ra sự phấn khích đối với các cấp quản lý khác nhau. Niềm tin rằng sự tăng trưởng có triển vọng tiếp tục với mức còn lớn hơn bắt đầu lan rộng khắp tổ chức. Khi nói chuyện với bất kỳ chuyên viên điều hành cấp cao nào trong lần gặp đầu tiên, tôi đều đưa ra câu hỏi rằng theo anh ta, vấn đề quan trọng nhất xét về dài hạn mà công ty đang phải đối mặt là gì. Tôi đã rất ấn tượng với câu trả lời mà vị chủ tịch của Dow đưa ra: "Đó chính là luôn duy trì một áp lực lớn rằng phải trở thành tổ chức hoạt động theo kỷ luật như quân đội khi chúng tôi mở rộng quy mô lớn hơn, đồng thời phải duy trì mối quan hệ thân tình với tất cả mọi người ở mọi cấp độ, các phòng ban luôn tiếp xúc với nhau không theo một quy tắc hình thức, lễ nghi nào, song cũng không gây ra sự hỗn loạn trong hoạt động quản lý."

Tôi hoàn toàn đồng ý với những chính sách cơ bản của công ty. Dow giới hạn lĩnh vực hoạt động của mình trong các dây chuyền sản phẩm hóa học mà công ty đã và có cơ sở tin chắc rằng nó sẽ trở thành nhà sản xuất hiệu quả nhất với khối lượng lớn hơn trong ngành hóa chất. Dow coi trọng sự cần thiết của hoạt động nghiên cứu sáng tạo, không chỉ nhằm dẫn đầu mà còn phải luôn giữ vững vị thế đó. Công ty cũng đánh giá cao nhân tố con người. Đặc biệt, ngay từ đầu cần phải phân loại những người có khả năng đặc biệt để có thể dẫn dắt họ thực hiện các chính sách và quy trình mà chỉ Dow mới có, tiến hành kiểm tra những người được đánh giá cao đó có thật sự làm tốt công việc với vị trí đó hay không, nếu không họ sẽ được giao một công việc khác phù hợp với tính cách của họ hơn.

Mặc dù nhà sáng lập của Dow, Tiến sĩ Herbert Dow, đã qua đời cách đây 17 năm song mọi người vẫn tôn trọng những quan điểm của ông. Tôi nhận thấy có một số nhận định của ông phù hợp với hoạt động kinh doanh của tôi, bởi tôi có thể áp dụng những quan điểm đó nhằm tối ưu hóa các lựa chọn của mình về đầu tư. Một trong những quan điểm của Dow là: "Không bao giờ thăng chức cho những người chưa bao giờ vấp phải một sai lầm nghiêm trọng nào, bởi nếu làm thế, anh đang tiến cử một người chưa từng làm gì cả." Nhiều người trong giới đầu tư không hiểu được nguyên tắc cơ bản này, vì vậy họ luôn tạo ra những cơ hội đầu tư đầy bất trắc trên thị trường chứng khoán.

Để hoàn thành một công việc thật sự giá trị trong thế giới kinh doanh, cần phải có những bước đi tiên phong kết hợp giữa trí thông minh với tính thực tiễn. Điều này rất đúng khi tìm kiếm

những nguồn lợi nhuận bằng cách nghiên cứu công nghệ dẫn đầu. Dù những người này thông minh đến mức độ nào, hay hầu hết những ý kiến của họ đều rất kiệt xuất thì cũng có khi họ gặp thất bại, thậm chí là thất bại nặng nề. Khi trường hợp này xảy ra, đồng thời mức thu nhập trong năm đó giảm rất nhiều so với mức dự tính do cộng thêm khoản chi phí của công việc thất bại đó, từ lần này qua lần khác, giới đầu tư bắt đầu đánh giá thấp chất lượng của bộ máy quản lý. Theo đó, mức thu nhập thấp hơn hiện thời của công ty tạo ra chỉ số P/E thấp nhất từ trước đến nay, điều đó càng làm mức thu nhập đang giảm lại giảm mạnh. Tuy nhiên, nếu bộ máy quản lý đó từng hoạt động rất thành công, thì trong tương lai sẽ vẫn có nhiều khả năng tỷ lệ thành công và thất bại là ngang nhau. Vì lý do này, cổ phần của những công ty được đội ngũ nhân sự xuất sắc điều hành cũng có thể mang lại những món hời lớn tại thời điểm có sai sót nghiêm trọng. Trái lại, những công ty không đi tiên phong, không nắm bắt cơ hội, luôn đi theo đám đông chỉ là một khoản đầu tư tầm thường trong thế giới cạnh tranh khốc liệt như ngày nay.

Một nhận định khác của Tiến sĩ Dow mà tôi đã cố gắng áp dụng vào quá trình lựa đầu tư của mình là: “Nếu anh không thể làm một việc tốt hơn những người còn lại, tốt nhất là đừng làm việc đó”. Trong thời đại ngày nay, khi mà chính phủ can thiệp sâu vào hầu hết các hoạt động kinh doanh, các cơ chế đánh thuế cao và các tổ chức công đoàn, đồng thời thị hiếu của người tiêu dùng liên tục thay đổi, đối với tôi những rủi ro khi nắm giữ cổ phiếu thường hầu như không được đảm bảo, trừ phi công ty có tinh thần cạnh tranh cao và thành công trong cách thức hoạt động. Trong trường hợp khác, mức biên lợi nhuận thường đủ lớn để đáp ứng nhu cầu của sự tăng trưởng. Tất nhiên, điều này đặc biệt đúng trong những giai đoạn lạm phát có sức ảnh hưởng lớn khiến các khoản lợi nhuận trên báo cáo bị giảm.

Lịch sử luôn lặp lại

Có một số điểm tương đồng giữa giai đoạn khi tôi khởi nghiệp vào thời kỳ cuộc Đại suy thoái ở mức trầm trọng nhất và trong suốt thời kỳ từ năm 1947 đến đầu thập niên 1950. Đó đều là những thời kỳ đặc biệt khó khăn đối với việc làm sao mang lại những kết quả trong thời gian ngắn cho khách hàng, trong khi chủ nghĩa bi quan đang ám ảnh hầu hết mọi người. Cả hai thời kỳ này đều hứa hẹn sẽ tặng thưởng những món quà kỳ diệu cho những ai biết kiên trì. Trong thời kỳ thứ nhất, giá cổ phiếu bị đẩy xuống mức thấp nhất trong mối tương quan với giá trị thực vào thế kỷ thứ XX, không chỉ do những hậu quả kinh tế nặng nề từ cuộc Đại suy thoái, mà còn do giá cả phản ánh mối lo ngại của rất nhiều người rằng liệu hệ thống doanh nghiệp tư nhân của Mỹ còn tiếp tục tồn tại hay không. Nó đã đứng vững và trong những năm tiếp theo, những người có khả năng và sẵn sàng đầu tư vào các cổ phiếu đáng đầu tư sẽ nhận được phần thưởng lớn đến mức bất ngờ.

Chỉ vài năm sau Chiến tranh thế giới thứ hai, một nỗi lo sợ khác đã khiến giá cổ phiếu tụt xuống mức thấp trong mối tương quan với giá trị thực như những gì đã xảy ra trong cuộc Đại suy thoái. Lần này, hoạt động kinh doanh vẫn trôi chảy và thu nhập của doanh nghiệp vẫn tăng ở mức ổn định. Tuy nhiên, hầu hết giới đầu tư chỉ chú ý vào một phép so sánh đơn giản. Một vài năm sau cuộc Nội chiến, một giai đoạn phát triển thịnh vượng tạm thời xuất hiện, tiếp đó là cơn hoảng loạn năm 1873, rồi một cuộc suy thoái trầm trọng kéo dài gần sáu năm. Sau Chiến tranh thế giới thứ nhất cũng có một giai đoạn phát triển thịnh vượng tương tự, tiếp đó là vụ sụp đổ năm 1929 và kéo theo một cuộc suy thoái sâu. Trong Chiến tranh thế giới thứ hai, chi phí chiến tranh mỗi ngày tăng gấp mười lần so với chi phí trong Chiến tranh thế giới thứ nhất. Trong thời kỳ này, giới đầu tư lý giải là "do mức chi phí chiến tranh khổng lồ như vậy nên mức thu nhập rất hấp dẫn hiện tại không có nghĩa lý gì cả". Họ dự đoán rằng theo sau đó sẽ là một vụ sụp đổ kinh hoàng và một giai đoạn khủng khiếp mà mọi người đều phải chịu tổn thất nặng nề.

Năm này qua năm khác, thu nhập trên mỗi cổ phần của nhiều doanh nghiệp gia tăng. Suốt năm 1949, mọi người đều biết đến giai đoạn này như kỷ nguyên mà "thay vì hồi phục, ngành kinh doanh của Mỹ đang chết dần", bởi ngay khi có thông tin phổ biến rằng một công ty đại chúng sẽ phá sản, cổ phiếu của nó sẽ tăng lên đột ngột. Giá trị thanh lý của nhiều công ty lớn hơn nhiều so với giá trị thị trường hiện tại. Năm này qua năm khác, dần dần giới đầu tư bắt đầu nhận ra rằng có thể cổ phiếu đang bị giữ giá chỉ vì những điều hoang đường. Các cơn suy thoái không bao giờ xuất hiện như dự báo, ngoại trừ hai cuộc suy thoái nhỏ vào thập niên 1950, thời đại đang dành tặng những món quà lớn cho các nhà đầu tư có mục đích dài hạn.

Tại thời điểm những điều này được viết ra, trong những tuần cuối cùng trước khi bắt đầu thập niên 1980, tôi đã rất ngạc nhiên khi mọi người không hề quan tâm nghiên cứu một vài năm trong lịch sử thị trường chứng khoán, bắt đầu từ nửa cuối năm 1946, để xem liệu có những tương đồng tồn tại giữa giai đoạn đó với hiện tại hay không. Giờ đây, đây là lần thứ ba tôi chứng kiến rất nhiều cổ phiếu có mức giá cực thấp theo tiêu chí từ trước tới nay. So sánh với giá trị ghi sổ được báo cáo, chúng không hoàn toàn rẻ so với thời kỳ sau Chiến tranh thế giới thứ hai. Tuy nhiên, nếu giá trị ghi sổ được báo cáo ở trên quy ra giá trị đồng đô-la, chúng có thể sẽ rẻ hơn so với hai giai đoạn giá rẻ trước đó. Một câu hỏi được đặt ra là: liệu có phải những mối lo sợ đang kìm hãm giá trị cổ phiếu trong giai đoạn hiện nay, ví dụ như các vấn đề về chi phí nhiên liệu cao hoặc những nguy cơ nảy sinh từ chủ nghĩa cực tả hoặc khủng hoảng tín dụng, hiển nhiên dẫn đến việc các lĩnh vực kinh doanh liên quan đến tính thanh khoản được phục hồi, sẽ trở nên trầm trọng hơn và có xu hướng ngăn chặn sự tăng trưởng trong tương lai ở nước Mỹ hơn so với những mối lo sợ đã kìm hãm giá chứng khoán trong hai giai đoạn trước đó? Nếu không phải vậy, một khi những vấn đề của việc mở rộng tín dụng quá mức được giải quyết, sẽ hợp logic khi

giả định rằng thập niên 1980 và giai đoạn sau đó có thể mang lại những cơ hội giành phần thưởng từng thể hiện ở hai giai đoạn giá thấp bất thường trước đó.

Bài học từ những năm “được mùa”

Xét theo quan điểm kinh doanh, đối với tôi, khoảng thời gian 15 năm từ 1954-1969 rất giá trị, khi mà hầu hết các cổ phiếu tôi đang nắm giữ gia tăng đáng kể so với thị trường nói chung. Mặc dù vậy, tôi vẫn mắc phải những sai lầm cố hữu. Thành công mà tôi đạt được là nhờ kiên trì áp dụng các cách tiếp cận như đã giải thích ở trên. Tuy nhiên, chính những sai lầm mới đáng quan tâm. Mỗi sai lầm đều mang lại những bài học mới.

Vận may có thể khiến con người trở nên thiếu thận trọng. Những sai lầm mà tôi cảm thấy hổ thẹn nhất, dù không gây tổn thất nặng nề nhất, nảy sinh từ cách áp dụng chủ quan nguyên tắc đúng đắn.

Đầu thập niên 1960, tôi đã đầu tư vào lĩnh vực công nghệ, với các ngành công nghiệp đầy triển vọng như điện tử, hóa học, luyện kim và máy móc. Tôi không có các khoản đầu tư như vậy trong lĩnh vực dược phẩm đầy hứa hẹn, vì vậy tôi bắt đầu tìm kiếm. Tôi đã nói chuyện với một chuyên gia xuất sắc trong ngành dược. Tại thời điểm đó, anh ta cực kỳ ấn tượng về một dòng dược phẩm mới mà nhà sản xuất Midwestern sẽ tung ra thị trường. Anh ta cho rằng các loại dược phẩm này sẽ có tác động tích cực tới thu nhập tương lai của hãng này trong mối tương quan với các hãng cùng ngành. Thị trường tiềm năng có những dấu hiệu đặc biệt hấp dẫn.

Sau đó, tôi chỉ nói chuyện với một nhân viên của hãng và một số nhà đầu tư khác – những người hứng thú với triển vọng của loại dược phẩm mới này. Thật không may, tôi đã không thực hiện quy trình kiểm tra tiêu chí đối với các hãng dược phẩm khác hoặc với các chuyên gia xuất sắc khác để xem họ có đưa ra bằng chứng trái ngược không. Đáng tiếc thay, sau này tôi nhận ra rằng không có đề xuất nào tạo ra một cuộc điều tra nghiên cứu hoàn chỉnh.

Cổ phiếu được bán ở mức giá cao hơn nhiều so với giá trị của nó trước khi xem xét đến những lợi ích của dòng dược phẩm mới này, các mức giá đó chỉ là một phần nhỏ của giá trị tiềm năng nếu tất cả những người ủng hộ chúng dự đoán được. Tôi đã mua cổ phần chỉ để chờ chúng giảm xuống, đầu tiên chỉ 20% và sau đó là trên 50%. Cuối cùng, toàn bộ hãng đã được bán để thu về tiền mặt tại mức giá thấp này. Người mua là một hãng lớn không thuộc ngành hóa phẩm, vốn đang tìm cách tấn công vào lĩnh vực dược phẩm. Tuy nhiên, tại mức giá này, hiện giờ còn thấp hơn so với nửa mức giá mà tôi đã trả cho các cổ phần, tôi nhận ra rằng hãng mua lại đã thua lỗ trong thương vụ này. Không chỉ dòng dược phẩm mới đó không đạt tiêu chí như triển vọng mà người bạn chuyên gia của tôi đã nhiệt tình đề xuất, sau khi khảo sát tình hình, tôi còn nhận ra

rằng nhà sản xuất dược phẩm này còn tồn tại các vấn đề về quản lý. Nếu khảo sát kỹ hơn, tôi tin rằng hai yếu tố thất bại đó sẽ phơi bày ngay trước mắt.

Từ sau sự vụ đáng hổ thẹn đó, tôi đã cố gắng chú tâm thực hiện các cuộc khảo sát nghiên cứu trong những giai đoạn mà mọi chuyện đều thuận lợi. Lý do duy nhất khiến hành động đầu tư xuẩn ngốc của tôi không phải hứng chịu tổn thất nặng nề chính là nhờ sự cẩn trọng. Do chỉ có mối quan hệ sơ sài với ban quản lý, tôi chỉ đầu tư một khoản nhỏ và dự định sẽ mua thêm khi biết rõ hơn về nó. Và rồi những vấn đề của họ xảy đến đột ngột trước khi tôi có thể gia tăng khoản đầu tư xuẩn ngốc ban đầu.

Khi thị trường đầu cơ giá xuống kéo dài và đạt đến đỉnh điểm cuối cùng vào năm 1969, tôi lại mắc phải một sai lầm nữa. Để hiểu được những điều đã xảy ra, cũng cần phải mô tả một cơn sốt tâm lý đã ăn sâu vào hầu hết các nhà đầu tư cổ phiếu ngành công nghệ thời đó. Cổ phần của các công ty này, đặc biệt là các công ty có quy mô nhỏ hơn, đã đạt mức tăng lớn hơn rất nhiều so với thị trường nói chung. Trong suốt giai đoạn 1968-1969, nhiều công ty được dự đoán rất thành công. Tất nhiên, một số công ty thật sự có tiềm năng. Sự phân biệt rõ ràng là điều rất khó. Ví dụ, rất nhiều người tin rằng bất cứ công ty nào hoạt động trong ngành máy tính, dù theo bất cứ phương thức nào, đều hứa hẹn một tương lai đầy triển vọng. Quan điểm phổ biến này còn lan rộng trong các công ty thuộc lĩnh vực máy móc và khoa học.

Cho đến thời điểm này, tôi đã kiềm chế được sức cám dỗ của việc chạy theo các công ty tương tự từng phát hành cổ phiếu ra công chúng với các mức giá cao trong một hoặc hai năm đầu. Tuy nhiên, do các mối liên hệ thường xuyên với những người bảo lãnh các công ty đầy hứng thú kể trên, tôi luôn cố tìm kiếm một công ty thật sự hấp dẫn. Năm 1969, tôi tìm được một công ty chuyên về thiết bị, hoạt động trong lĩnh vực công nghệ mới và đầy hấp dẫn; một công ty có cơ sở thực tế để tồn tại. Công ty hoạt động dưới quyền điều hành của một vị chủ tịch thông minh và trung thực. Tôi vẫn còn nhớ, sau bữa tiệc trưa với vị chủ tịch, tôi phân vân liệu có nên mua cổ phần của công ty này với mức giá hiện hành hay không. Sau khi suy nghĩ kỹ lưỡng, tôi quyết định sẽ tiến hành.

Tôi đã đúng khi nhận định tiềm năng của công ty vì nó thật sự tăng trưởng trong những năm sau đó. Tuy nhiên, đó là một khoản đầu tư tồi tệ. Sai lầm nằm ở mức giá mà tôi đã trả để tham gia vào sự phát triển đầy hứa hẹn sau này. Một vài năm sau, khi công ty đã đạt được mức tăng trưởng đáng chú ý, tôi bán các cổ phần đó, nhưng với mức giá khác biệt so với mức giá ban đầu tôi đã bỏ ra để mua chúng. Tôi tin quyết định bán là đúng đắn vì cho rằng công ty đã đạt đến mức đỉnh và không thể tăng trưởng cao hơn nữa thì trái lại, việc bán khoản đầu tư đó tại mức lợi nhuận nhỏ sau khi đã nắm giữ nó trong rất nhiều năm không phải là cách kiếm lời hay để

tránh sức tác động của lạm phát. Trong trường hợp này, hành động đáng thất vọng đó là kết quả từ sự phấn khích, khi mà quyết định mua lại ở mức giá khởi đầu phi thực tế.

Chỉ nên tập trung vào lĩnh vực mà bạn nắm rõ

Một đánh giá sai lầm về chính sách có thể gây ra một kiểu sai lầm hoàn toàn khác, và có sai lầm sẽ phải trả giá bằng một lượng tiền rất lớn. Tôi đã vấp sai lầm khi đề ra cho mình những kỹ năng nằm ngoài tầm hiểu biết. Tôi bắt đầu đầu tư vào các ngành nằm ngoài phạm vi hiểu biết, tập trung vào các lĩnh vực hoạt động hoàn toàn khác.

Khi nói tới các công ty sản xuất phục vụ thị trường công nghiệp hoặc các công ty dẫn đầu lĩnh vực công nghệ phục vụ các nhà sản xuất, tôi tin rằng mình biết cần tìm kiếm điều gì – cả điểm mạnh và những cạm bẫy. Tuy nhiên, việc đánh giá các công ty sản xuất và bán sản phẩm phục vụ người tiêu dùng lại cần những kỹ năng hoàn toàn khác. Khi sản phẩm của các công ty cạnh tranh với nhau về cơ bản là giống nhau, và khi những thay đổi lớn trong thị phần chủ yếu phụ thuộc vào thị hiếu của công chúng hoặc sức ảnh hưởng của hiệu quả quảng cáo, tôi nhận thấy khả năng lựa chọn các công ty công nghệ nổi bật không giúp tôi xác định hiệu quả những yếu tố làm nên thành công trong các hoạt động liên quan đến bất động sản.

Các hoạt động thuộc các khu vực đầu tư khác nhau có thể vẫn diễn ra suôn sẻ. Có lẽ, không giống như những kiểu sai lầm khác mà tôi đã vấp phải trong suốt quá trình kinh doanh của mình, sai lầm này có thể bỏ qua. Tuy nhiên, một nhà phân tích phải hiểu được những giới hạn về vốn hiểu biết của mình và kiểm soát được các hoạt động mà mình tham gia.

Giữ nguyên hay bán tháo trước dự đoán có nguy cơ xảy ra cơn suy thoái?

Nhà đầu tư có nên bán một cổ phiếu tốt khi thị trường có nguy cơ sẽ thay đổi theo chiều hướng xấu? Về vấn đề này, tôi e rằng tôi theo quan điểm thiểu số, khác với quan điểm đầu tư thịnh hành hiện nay. Hơn bao giờ hết, hành động của những người nắm giữ lượng cổ phần đầu tư lớn trong nước dường như phản ánh quan điểm rằng khi một nhà đầu tư đã thu được một khoản lợi nhuận lớn từ một cổ phiếu và lo sợ chắc chắn nó sẽ đi xuống, anh ta nên nắm lấy khoản lợi nhuận đó và rút khỏi thị trường. Quan điểm của tôi lại hoàn toàn khác. Thậm chí khi cổ phiếu của một công ty dường như ở mức hoặc gần mức cao nhất hiện thời và sẽ có một sự sụt giảm mạnh trong tương lai gần, tôi sẽ vẫn không bán cổ phần của công ty đó nếu tôi tin rằng trong tương lai dài hạn nó rất hấp dẫn và đầy hứa hẹn. Khi đánh giá mức giá của các cổ phần này sẽ gia tăng tới một điểm rất cao so với các mức giá hiện thời trong thời gian một vài năm, tôi sẽ quyết định giữ lại. Quan điểm của tôi bắt nguồn từ những đánh giá cơ bản về bản chất của quá trình đầu tư. Sẽ rất khó tìm được những công ty có triển vọng khác thường vì chúng rất hiếm

hoi. Tuy nhiên, đối với những người hiểu biết và áp dụng các nguyên tắc đúng đắn, tôi tin họ có thể phân biệt một công ty thật sự hoạt động nổi bật và một công ty tầm thường với độ chính xác đến 90%.

Sẽ càng khó hơn khi dự đoán hướng đi của một cổ phiếu trong sáu tháng tới. Những đánh giá về quá trình hoạt động trong ngắn hạn bắt đầu với những đánh giá mang tính kinh tế về các xu hướng sắp tới đối với hoạt động kinh doanh nói chung. Tuy nhiên, mức độ mà các chuyên gia dự đoán về những thay đổi trong chu kỳ kinh doanh thường không có giới hạn. Họ có thể đánh giá sai lầm nghiêm trọng nếu và khi các cuộc suy thoái có thể xảy ra, thậm chí sẽ càng sai lầm hơn khi dự đoán mức độ nghiêm trọng và thời gian của chúng. Hơn nữa, thị trường chứng khoán nói chung cũng như sự vận động của bất kỳ cổ phiếu nào đều không hề giống với những biến động trong kinh doanh. Những thay đổi trong tâm lý của số đông và cách thức mà giới tài chính nhận định triển vọng kinh doanh nói chung, hoặc một cổ phiếu cụ thể có thể sẽ trở nên quan trọng hơn bao giờ hết và có thể thay đổi theo những hướng khác nhau – tất cả những điều này đều không thể dự đoán được. Vì những lý do trên, tôi tin rằng rất khó để có thể dự đoán những thay đổi trong ngắn hạn của cổ phiếu ở mức chính xác hơn 60%, dù bạn có áp dụng triệt để những kỹ năng của mình tới đâu. Dự đoán đó có thể quá lạc quan. Dù vậy, có vẻ như không hề có lợi chút nào khi chúng ta rút ra khỏi vị trí mà bạn có đến 90% khả năng đúng vì một ảnh hưởng mà bạn chỉ có khả năng đúng tối đa 60%.

Bên cạnh đó, đối với các nhà đầu tư đang tìm kiếm lợi nhuận từ các khoản đầu tư dài hạn, lá phiếu quyết định cho thắng lợi không chỉ phụ thuộc vào sự cân nhắc, xem xét. Nếu khoản đầu tư ở một công ty hoạt động tốt với tiềm lực tài chính đủ mạnh thì thậm chí đến các thị trường đầu cơ giá xuống lớn nhất cũng không thể làm hao mòn giá trị đang nắm giữ. Trái lại, theo thời gian, các cổ phiếu thật sự có giá trị sẽ đạt các mức đỉnh cao hơn nhiều phần trăm so với các mức đỉnh trong giai đoạn trước đó. Do vậy, các đánh giá về tỷ lệ rủi ro/lợi nhuận thu được sẽ chỉ ra chiều hướng có lợi cho khoản đầu tư dài hạn.

Như vậy, việc đưa vào một phép toán đơn giản nhất, kể cả lá phiếu quyết định và việc cân nhắc tỷ lệ rủi ro/lợi nhuận thu được đều chỉ ra xu hướng có lợi khi nắm giữ. Việc đánh giá những thay đổi bất lợi trong ngắn hạn đối với một cổ phiếu tốt sẽ có nhiều khả năng mắc sai lầm so với việc đưa ra những dự đoán về tiềm năng định giá cao trong tương lai. Nếu bạn giữ các cổ phiếu hợp lý qua các thời kỳ sụt giảm tạm thời – thậm chí ở mức độ lớn – thì cổ phiếu của bạn sẽ sụt giảm tối đa xuống mức xấu nhất tạm thời thấp hơn 40% so với mức đỉnh trước đó, và rồi cuối cùng sẽ tăng mạnh; trái lại, nếu bạn bán và không mua lại, bạn sẽ bỏ lỡ cơ hội kiếm lợi trong dài hạn lớn hơn rất nhiều so với khoản thu trong ngắn hạn khi bạn bán cổ phiếu trước nguy cơ thị trường thay đổi theo hướng bất lợi trong ngắn hạn. Theo như tôi quan sát, rất khó để xác định

thời gian chính xác của những động thái trong ngắn hạn của một cổ phiếu hấp dẫn, vì vậy các khoản lợi nhuận được tạo ra từ số ít trường hợp khi bán cổ phiếu đó và sau đó lại ở mức giá thấp hơn rất nhiều bị giảm sút do các khoản lợi nhuận mất khi xác định thời gian sai hướng. Rất nhiều người đã bán quá sớm và không ai mua lại chúng hay hoãn các khoản tái đầu tư đủ lâu để giành lại các khoản lợi nhuận khả thi.

Để minh họa cho quan điểm này, tôi xin dẫn ra một ví dụ đơn giản mà tôi từng trải qua. Năm 1962, hai trong số các khoản đầu tư chính mà tôi tập trung vào ngành điện tử đã đạt tới mức cao có thể khiến những biến động về giá trong thời gian sắp tới trở nên cực kỳ nguy hiểm. Texas Instruments bán ở mức giá cao gấp 15 lần mức giá mà tôi đã trả khi mua trước đó bảy năm. Một công ty khác mà tôi đã mua cổ phiếu sau đó một năm hoặc hơn – tôi thường gọi bằng cái tên tưởng tượng là "Central California Electronics" – cũng đạt mức tăng giá như vậy. Giá đã biến động quá xa. Do đó, tôi thông báo cho khách hàng của mình rằng mức giá của hai cổ phiếu trên quá cao so với thực chất và khuyên họ không nên sử dụng các mức giá đó để tính toán giá trị thuần hiện tại. Đây là cách mà tôi hiếm khi sử dụng, chỉ trong trường hợp tôi nhận định chắc chắn rằng sự thay đổi có tầm quan trọng sắp tới đối với một hoặc hơn một cổ phiếu mà tôi nắm giữ sẽ có chiều hướng sụt giảm. Tuy nhiên, dù nhận định như vậy, tôi vẫn khuyến khích khách hàng kiên trì nắm giữ cổ phần của họ, bởi tôi tin rằng một vài năm tới cả hai cổ phiếu này sẽ tăng lên mức cao hơn rất nhiều. Khi có sự hiệu chỉnh giá trị của hai cổ phiếu này, mọi thứ trở nên trầm trọng hơn so với mức dự tính của tôi. Sau đó Texas Instruments sụt giảm xuống mức thấp nhất, giá bán ra ở mức thấp hơn 80% so với mức đỉnh năm 1962. Central California Electronics hoạt động không đến nỗi quá tồi tệ song vẫn bán ở mức giá thấp hơn gần 60%. Những đánh giá của tôi được thử thách trong tình thế thật khắc nghiệt!

Tuy nhiên, trong vài năm, Texas Instruments lại có một lần nữa bán ở mức cao gấp đôi so với mức cao của năm 1962. Lúc này, những người kiên trì đã nhận được phần thưởng. Những hoạt động của Central California Electronics không mang lại tín hiệu khả quan nào. Khi thị trường chứng khoán nói chung bắt đầu hồi phục, các vấn đề về bộ máy quản lý của Central California Electronics càng trở nên rõ ràng hơn. Trong vấn đề nhân sự có những thay đổi. Tôi đã rất lo lắng và tiến hành xem xét toàn bộ những mối lo ngại của mình. Tôi đưa ra hai kết luận và không có kết luận nào khiến tôi hài lòng. Một là tôi đã đánh giá sai bộ máy quản lý trước đó. Đáng lẽ tôi phải nhận ra những điểm yếu của nó. Tôi cũng không đủ hứng thú đối với bộ máy quản lý mới để có thể đảm bảo là sẽ tiếp tục giữ lại các cổ phần đó. Cuối cùng, sau một năm, tôi bán chúng ở mức giá chỉ cao hơn so với một nửa mức đỉnh năm 1962. Tuy nhiên, xét trên mức giá đã mua, khách hàng của tôi nhận được một khoản lớn hơn từ 7-10 lần mức vốn ban đầu bỏ ra.

Như vừa nói ở trên, tôi chỉ đưa ra một ví dụ đơn giản để giải thích tại sao tôi tin rằng sẽ có lợi khi bỏ qua những thay đổi trong ngắn hạn của các công ty thật sự có tiềm năng mà tôi nắm giữ cổ phần. Sai lầm mà tôi vấp phải trong trường hợp công ty Central California Electronics không phải là không kiên trì nắm giữ cổ phần qua những thời kỳ sụt giảm tạm thời, mà là vì một điều quan trọng hơn rất nhiều. Tôi đã quá tự mãn với những thành công vang dội mà tôi đạt được từ các khoản đầu tư vào công ty này. Tôi bắt đầu chú ý quá nhiều đến những lời mà tôi nghe được từ bộ máy quản lý cấp cao, trong khi đó không hề kiểm chứng lại với những người cấp thấp hơn và với khách hàng của công ty. Khi nhận ra tình hình thực tế và có hành động sửa chữa kịp thời, tôi đã có thể kiếm được những khoản lời mà tôi mong đợi ở công ty Central California Electronics bằng cách chuyển các khoản đầu tư này sang các công ty điện tử khác, chủ yếu là Motorola – chúng đã may mắn gia tăng giá trị gấp mấy lần mức đỉnh trước đó của Central California Electronics.

Mua bán liên tục hàng ngày có thể làm cạn kiệt nguồn tiền

Còn rất nhiều điều có thể học từ trường hợp Texas Instruments và Central California Electronics. Lần đầu tiên tôi mua cổ phần của Texas Instruments vào mùa hè năm 1955, chúng là khoản đầu tư thuộc dạng dài hạn nhất. Dường như mọi hoạt động của công ty đảm bảo cho những gì tôi tin tưởng. Khoảng một năm sau, giá cổ phiếu tăng gấp đôi. Ngoại trừ một trường hợp, chủ sở hữu của các khoản vốn mà tôi quản lý đã quá quen thuộc với cách làm của tôi, vì vậy họ không còn hứng thú với việc thu lợi nhuận như tôi. Tuy nhiên, vào thời gian đó tôi đã có một tài khoản mới tương đối, do các chủ doanh nghiệp sở hữu dùng để gia tăng lượng cổ phiếu trong kho khi thị trường ở mức thấp và cắt giảm bớt lượng đó khi thị trường ở mức giá cao. Giờ đây, khi giá cổ phiếu của Texas Instruments tăng gấp đôi, sức ép bán đi trở nên rất lớn, nhưng trong thời gian đó tôi có thể kiềm chế mong muốn bán của mình. Khi cổ phiếu tăng thêm 25%, đạt mức lợi nhuận 125% so với chi phí ban đầu, áp lực bán đi càng mạnh mẽ hơn. Họ giải thích: "Chúng tôi đồng ý với anh. Chúng tôi cũng rất thích công ty này nhưng chúng ta luôn có thể mua lại cổ phần của nó tại mức giá tốt hơn khi giá sụt giảm." Cuối cùng, tôi thỏa thuận bằng cách thuyết phục họ giữ lại một phần cổ phần đang nắm giữ và bán đi phần còn lại. Tuy nhiên, khi một sự sụt giảm mạnh xuất hiện vài năm sau đó và cổ phần sụt giảm 80% so với mức đỉnh của chúng, mức thấp tận đáy này vẫn còn cao hơn gần 40% so với mức giá mà một nhà đầu tư trước đó đã rất muốn bán!

Sau một đợt tăng rất mạnh, trong con mắt của những người chưa có nhiều kinh nghiệm về tài chính, một cổ phiếu luôn được định giá rất cao. Vị khách hàng trên đã minh họa cho một kiểu rủi ro khác đối với những người áp dụng cách bán các cổ phần vẫn còn triển vọng tăng trưởng phi thường đơn giản chỉ vì họ nhận thấy có một khoản lợi nhuận khá cao và rằng cổ phiếu tạm

thời được định giá cao. Các nhà đầu tư này ít khi mua lại với mức giá cao hơn khi họ mắc sai lầm và đánh mất những khoản lợi lớn về sau này.

Tôi xin nhấn mạnh quan điểm của tôi rằng những biến động về giá trong ngắn hạn vốn rất khó lường và khó dự đoán, vậy nên tôi không tin có thể chơi trò chơi giao dịch hàng ngày mà vẫn thu được những khoản lợi nhuận khổng lồ, những khoản lợi nhuận đó chỉ dành cho những nhà đầu tư thật sự nắm giữ đúng loại cổ phiếu trong dài hạn.

Những trăn trở về cổ tức

Trong những nhận định trên, tôi đã cố gắng chỉ ra những kinh nghiệm khác nhau qua nhiều năm dần giúp tôi hình thành nên triết lý đầu tư của mình. Tuy nhiên, khi nhìn lại, tôi không thấy có sự kiện cụ thể nào, dù là một sai lầm hay một cơ hội thuận lợi, khiến tôi có thể rút ra các kết luận về vấn đề cổ tức. Sau khi quan sát trong nhiều năm, tôi dần tìm ra quan điểm của mình về cổ tức. Tôi bắt đầu xem đó là điều hiển nhiên, rằng cổ tức là những thứ mang lại rất nhiều lợi ích cho cổ đông và luôn được chào đón nhiệt liệt. Sau đó, tôi bắt đầu quan sát những công ty có rất nhiều ý tưởng mới hấp dẫn xuất phát từ các phòng ban nghiên cứu và họ không có đủ nguồn lực để hiện thực hóa tất cả những ý tưởng đó. Các nguồn lực quá khan hiếm hoặc có thể là quá đắt đỏ. Tôi bắt đầu nghĩ sẽ tốt hơn cho cổ đông nếu thay vì trả cổ tức, công ty sẽ giữ lại và có nhiều nguồn lực hơn, từ đó tái đầu tư chúng vào những sản phẩm cải tiến.

Tôi ngày càng nhận ra rằng mối quan tâm của các cổ đông không hề giống nhau. Một số nhà đầu tư cần thu nhập từ cổ tức để phục vụ cho tiêu dùng cá nhân. Không nghi ngờ gì, các cổ đông này thích mức cổ tức hiện thời hơn là các khoản lợi nhuận lớn hơn trong tương lai và các giá trị gia tăng đối với cổ phần của họ, do các khoản đầu tư tăng thêm vào những sản phẩm và công nghệ đầy hứa hẹn. Các nhà đầu tư này sẽ đầu tư vào các doanh nghiệp có nhu cầu và cơ hội sử dụng hiệu quả nguồn vốn đó một cách không quá bức thiết.

Nhưng còn với cổ đông có mức thu nhập hoặc các nguồn thu nhập khác vượt quá nhu cầu và thường có tiền tiết kiệm thì sao? Liệu có tốt hơn cho nhà đầu tư loại này nếu công ty không trả cổ tức – vốn thường phải chịu mức thuế thu nhập cao, thay vì đó là tái đầu tư các khoản cổ tức và được miễn thuế nhằm đạt tăng trưởng trong tương lai?

Không lâu sau Chiến tranh thế giới thứ hai, khi tôi bắt đầu tập trung mọi hoạt động đầu tư của mình vào mục tiêu duy nhất là đạt được những bước tăng trưởng lớn và dài hạn, một khía cạnh khác của vấn đề trả cổ tức càng trở nên rõ ràng hơn. Những công ty có triển vọng tăng trưởng mạnh nhất luôn phải chịu áp lực nặng nề để không trả cổ tức. Họ có nhu cầu về vốn và khả năng sử dụng vốn hiệu quả quá lớn. Chi phí để phát triển sản phẩm mới chỉ là một trong những nhân

tố quan trọng đầu tiên làm cạn kiệt các khoản vốn cần để hỗ trợ về tài chính cho sự tăng trưởng. Sau đó, các công ty này còn có một khoản chi lớn cho hoạt động marketing cần thiết nhằm đưa sản phẩm đến người tiêu dùng. Khi những hoạt động trên thành công, họ cần phải mở rộng nhà máy để phục vụ cho nhu cầu đang gia tăng. Một khi các dây chuyền sản phẩm mới đi vào hoạt động, nhu cầu về vốn lại gia tăng nhằm hỗ trợ cho lượng hàng tồn kho và các khoản thu mà trong nhiều trường hợp hầu như đều đóng góp trực tiếp vào kết quả kinh doanh.

Dường như có một sự phù hợp tự nhiên về lợi ích giữa các doanh nghiệp này với các cơ hội đầu tư mang lại nhiều tiền của và các nhà đầu tư tìm kiếm khoản lợi nhuận lớn nhất có thể – những người không cần khoản thu nhập thêm cũng như trả các khoản thuế không cần thiết. Tôi tin rằng kiểu nhà đầu tư như vậy chủ yếu nên đầu tư vào các công ty không trả cổ tức với mức thu nhập cao và có nhiều cơ hội hấp dẫn để tái đầu tư khoản thu nhập của mình. Đây chính là những khách hàng mà tôi muốn phục vụ.

Tuy nhiên, tình huống vừa rồi không rõ ràng lắm. Các cổ đông đầu tư theo phương thức truyền thống ngày càng trở thành lực lượng chính trong những giao dịch cổ phiếu ngày qua ngày. Các tổ chức như quỹ hưu trí hay quỹ phân chia lợi nhuận không phải trả bất kỳ khoản thuế nào cho cổ tức của họ. Xét về phương pháp, rất nhiều tổ chức trong số đó sẽ không đầu tư vào một công ty trừ phi nó trả một số cổ tức, dù cổ tức có nhỏ đến đâu. Để thu hút và giữ chân những người mua này, rất nhiều công ty với tiềm năng đặc biệt sẽ trả một số cổ tức kha khá, chiếm tỷ lệ khá nhỏ trong tổng thu nhập hàng năm của công ty. Cùng lúc đó, các nhà quản lý của một số công ty có khả năng tăng trưởng đã giảm mức trả cổ tức đáng kể. Ngày nay, kỹ năng trong việc đầu tư các khoản lợi nhuận giữ lại một cách khôn ngoan trở thành một nhân tố quan trọng hơn rất nhiều khi phân biệt một công ty đầy tiềm năng với những công ty còn lại.

Vì những lý do trên, tôi tin rằng điều chủ yếu có thể nói về vấn đề cổ tức chính là nó là một nhân tố ảnh hưởng sẽ bị đánh giá rất thấp đối với những người không cần khoản thu nhập đó. Nói chung, các cổ phiếu không trả cổ tức hay chỉ trả ở mức cổ tức thấp sẽ càng có nhiều cơ hội hấp dẫn hơn. Tuy nhiên, những người quyết định chính sách về cổ tức thường có một cảm giác chung rằng trả cổ tức mang lại lợi ích cho nhà đầu tư (đúng là đối với một số nhà đầu tư), và thỉnh thoảng tôi cũng thấy những cơ hội rất hấp dẫn ở những công ty trả cổ tức cao, mặc dù điều này không phải là thường xuyên.

4. Phải chăng đây là thị trường hiệu quả?

Đến đầu thập niên 1970, cơ bản triết lý đầu tư của tôi đã được khẳng định chắc chắn, đúc kết từ những kinh nghiệm của bốn thập kỷ trước. Không phải ngẫu nhiên khi những hành động khôn ngoan và xuẩn ngốc mà tôi đã viện dẫn trong việc giúp tôi hình thành nền tảng triết lý của mình là những sự kiện xảy ra trong suốt bốn thập kỷ trước đó. Điều đó không có nghĩa là tôi không hề mắc phải sai lầm nào trong suốt thập niên 1970. Thật không may, dường như dù cố gắng như thế nào, đôi khi tôi cũng vấp ngã không chỉ một lần với cùng một lỗi trước khi tôi thật sự học được điều đó. Tuy nhiên, trong những ví dụ đã sử dụng tôi thường đưa ra tình huống đầu tiên khi xảy ra một kiểu sự kiện để minh họa cho quan điểm của mình, nó giải thích tại sao ngoại trừ một ví dụ, còn tất cả những ví dụ khác đều xảy ra trong bốn thập kỷ đó.

Có thể sẽ rất hữu ích khi chú ý tới những sự tương đồng thú vị trong mỗi thập kỷ vừa qua. Thập niên 1960 có thể xem là ngoại lệ; các thập kỷ còn lại đều có một giai đoạn nào đó mà hầu hết mọi người cho rằng những tác động từ bên ngoài quá lớn và quá nhiều, vượt quá tầm kiểm soát của bộ máy quản lý của các doanh nghiệp, khi mà thậm chí những khoản đầu tư cổ phiếu thường khôn ngoan nhất cũng trở nên điên rồ và có lẽ không phải là quyết định của những người khôn ngoan. Trong thập niên 1930, vốn chịu ảnh hưởng của cuộc Đại suy thoái, quan điểm này từng phát triển tới mức tiêu cực nhất; nhưng có lẽ không gì có thể tác động lớn hơn nỗi lo sợ cỗ máy chiến tranh của Đức và Chiến tranh thế giới thứ hai sẽ gây ra những hậu quả trong thập niên 1940, hay sự khẳng định chắc chắn một cuộc đại suy thoái khác sẽ xảy ra vào thập niên 1950, hay nỗi lo sợ lạm phát, các hành động chống đối chính phủ, v.v... trong thập niên 1970. Tuy nhiên, mỗi thời kỳ này đều mang đến những cơ hội đầu tư dường như quá thuận lợi. Mỗi thập kỷ này không phải chỉ có một vài, mà ngược lại, có rất nhiều cổ phiếu thường mà mười năm sau sẽ đem lại những khoản lợi nhuận lên tới hàng trăm phần trăm cho những ai đã mua và kiên trì nắm giữ cổ phần. Trong một số trường hợp, lợi nhuận có thể đạt tới mức hàng nghìn phần trăm. Ngược lại, ở những thập kỷ này, một số cổ phiếu rất được giới đầu cơ ưa chuộng vào thời điểm đó đều chứng tỏ là loại cổ phiếu nguy hiểm nhất, có thể đánh lừa những ai không sáng suốt chạy theo số đông. Về cơ bản, tất cả những thập kỷ này đều giống các giai đoạn khác khi những cơ hội lớn nhất nảy sinh từ việc tìm kiếm các tình huống hấp dẫn nhất nhưng đang bị đánh giá thấp hơn giá trị thực, bởi vào thời điểm đó giới tài chính đã đánh giá sai lệch một cách nghiêm trọng tình huống đó. Khi nhìn lại những yếu tố khác nhau khiến thị trường chứng khoán chao đảo trong giai đoạn nửa thế kỷ qua cũng như vòng tuần hoàn của trào lưu lạc quan và bi quan đến từ công chúng trong khoảng thời gian này, tôi chợt nhớ đến một câu thành ngữ của người Pháp: “Plus ca change, plus c'est la meme chose” (Sự việc càng thay đổi, nó càng có xu hướng trở về trạng thái cũ). Tôi hoàn toàn tin rằng khi chúng ta bước

vào thập niên 1980 sắp tới, tất cả những vấn đề và triển vọng mà thập kỷ này mang lại sẽ tiếp tục diễn ra đúng như vậy trong tương lai.

Quan niệm sai lầm về thị trường hiệu quả

Trong những năm qua, rất nhiều người chú ý đến một khái niệm mà theo tôi là hoàn toàn sai lầm. Tôi muốn đề cập khái niệm “thị trường hiệu quả hoàn toàn”. Cũng như những quan niệm sai lầm trong các thời kỳ khác, một quan điểm trái ngược có thể mở ra nhiều cơ hội cho những người nhận thức rõ vấn đề.

Đối với những người không quen với khái niệm thị trường hiệu quả, tính từ “hiệu quả” không hề đề cập tính hiệu quả về mặt cơ học của thị trường. Một người mua hay người bán tiềm năng có thể đặt lệnh vào thị trường – nơi giao dịch được tiến hành rất hiệu quả – chỉ trong vòng một vài phút. “Hiệu quả” cũng không đề cập cơ chế điều chỉnh tinh vi khiến mức giá cổ phiếu tăng và giảm theo tỷ lệ nào đó trước những thay đổi nhỏ về áp lực tương ứng của người mua và người bán. Thay vì đó, quan niệm này có nghĩa là tại bất kỳ thời điểm nào, mức giá “hiệu quả” của thị trường được xem là phản ánh đầy đủ và thực chất tất cả những sự việc mà mọi người biết về công ty. Ngoại trừ trường hợp người nào đó có được thông tin nội bộ quan trọng bằng con đường bất hợp pháp, không còn cách nào khác để chúng ta có thể thu được các khoản chênh lệch giá cả thật sự bởi những ảnh hưởng thuận lợi khiến người mua tiềm năng tin rằng họ đang có một tình huống đầu tư hấp dẫn đã được phản ánh trong giá cổ phiếu!

Nếu thị trường hoạt động hiệu quả theo khái niệm mà mọi người vẫn thường tin và nếu những cơ hội quan trọng để mua hay những lý do chính đáng để bán không thường xuyên xuất hiện, lợi nhuận từ cổ phiếu theo đó sẽ không có những thay đổi lớn như vậy. Xét đến sự thay đổi, tôi không đề cập những biến động trong mức giá trên toàn bộ thị trường, mà tôi muốn nói tới sự biến động giá của một cổ phiếu so với cổ phiếu khác một cách riêng rẽ. Nếu thị trường có triển vọng hoạt động hiệu quả, thì mối liên hệ của những phân tích dẫn đến tính hiệu quả này hẳn là tương đối thấp.

Lý thuyết về thị trường hiệu quả hình thành từ trường phái học thuật Random Walkers (trường phái coi biến động giá cổ phiếu trong ngắn hạn như những bước nhảy ngẫu nhiên). Những người này thấy rằng rất khó để vạch ra những chiến lược giao dịch dựa trên phân tích kỹ thuật hoạt động đủ hiệu quả sau khi đã trừ chi phí giao dịch mà vẫn đem lại mức lợi nhuận hấp dẫn tương ứng với rủi ro có thể gặp phải. Tôi không phản đối điều này. Như đã thấy, tôi tin rằng rất khó để có thể kiếm tiền với những giao dịch hàng ngày dựa trên cơ sở các dự đoán về thị trường trong ngắn hạn. Có lẽ thị trường hiệu quả theo nghĩa hẹp của từ này.

Thay vì là những tay buôn bán cổ phiếu, hầu hết chúng ta là hoặc nên là nhà đầu tư. Chúng ta nên tìm kiếm những cơ hội đầu tư với triển vọng phi thường trong dài hạn và tránh những cơ hội đầu tư với triển vọng ít sáng sủa hơn. Đây luôn là triết lý cơ bản trong cách tiếp cận của tôi đối với các khoản đầu tư trong bất cứ trường hợp nào. Tôi không tin rằng giá cả mang tính hiệu quả đối với nhà đầu tư dài hạn, kiên trì và có hiểu biết.

Rất gần gũi và phù hợp với quan niệm này là một kinh nghiệm tôi từng trải qua năm 1961. Mùa thu năm đó, cũng như mùa xuân năm 1963, tôi nhận một nhiệm vụ khá thú vị – giảng dạy về khóa đầu tư cao cấp ở trường kinh doanh thuộc Đại học Stanford. Khái niệm thị trường hiệu quả vẫn chưa được nhiều người biết đến trong nhiều năm sau đó và không hề liên quan đến động cơ khi tôi đưa ra bài tập mà tôi sẽ mô tả sau đây. Thay vào đó, tôi muốn chỉ cho sinh viên thấy để họ sẽ không bao giờ quên rằng sự dao động của toàn bộ thị trường không quan trọng bằng sự khác biệt giữa những biến động về giá của một số cổ phiếu đối với các cổ phiếu khác.

Tôi chia lớp thành hai nhóm. Nhóm đầu tiên sẽ mua cổ phiếu theo bảng thứ tự chữ cái trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York, bắt đầu với chữ cái A; nhóm thứ hai sẽ bắt đầu với chữ cái T. Mỗi cổ phiếu đều được sắp xếp theo thứ tự bảng chữ cái (ngoại trừ cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu của các ngành phục vụ công cộng, tôi xem chúng là một loại khác). Mỗi sinh viên được giao nắm giữ bốn cổ phiếu. Họ phải theo dõi giá đóng cửa phiên giao dịch cuối cùng của năm 1956, mức giá sau khi đã điều chỉnh trả cổ tức và phân tách cổ phiếu (không tính đến các quyền mua bởi chúng không có những tác động đủ lớn đáng để có các phép tính bổ sung khác), và so với mức giá của ngày thứ Sáu ngày 13 tháng 10 (nếu không có gì xảy ra thì đây là một ngày đóng cửa khá thú vị!). Tỷ lệ phần trăm tăng hay giảm của mỗi cổ phiếu trong giai đoạn năm năm này được ghi lại. Chỉ số bình quân Dow Jones tăng từ 499 lên 703, tương đương 41% trong giai đoạn này. Tổng cộng, có 140 cổ phiếu trong mẫu thử này. Kết quả được liệt kê trong bảng dưới đây:

Phần trăm vốn lãi hoặc lỗ	Số cổ phiếu trong nhóm	Tỷ trọng
200% đến 1020% lãi	15	11%
100% đến 199% lãi	18	13%
50% đến 99% lãi	14	10%
25% đến 49% lãi	21	15%
1% đến 24% lãi	31	22%
Không thay đôi	3	2%
1% đến 49% lỗ	32	23%
50% đến 74% lỗ	6	4%
Tông cộng	140	100%

Những số liệu này thể hiện rõ tình trạng thị trường. Trong giai đoạn khi chỉ số bình quân Dow Jones tăng lên 41%, 38 cổ phiếu – chiếm 27% trong tổng số cổ phiếu – bị lỗ vốn. Trong số đó, 6 cổ phiếu – chiếm 4% tổng số cổ phiếu – chịu mức thua lỗ trên 50% tổng giá trị. Trái lại, gần 1/4 lượng cổ phiếu đạt các mức lãi lớn khá ngoạn mục.

Để đi sâu hơn vào bản chất vấn đề, tôi xin lưu ý rằng nếu một người đầu tư 10.000 đô-la vào 5 cổ phiếu tốt nhất trong danh sách này với lượng tiền như nhau khi giai đoạn kéo dài gần năm năm, vốn của anh ta hiện nay sẽ có giá trị 70.260 đô-la. Trái lại, nếu anh ta đầu tư 10.000 đô-la vào 5 cổ phiếu tồi nhất, vốn của anh ta sẽ sụt giảm xuống còn

3.180 đô-la. Những kết quả tồi tệ như thế rất ít khả năng xảy ra. Vấn đề ở đây là may hay rủi cũng như kỹ năng đầu tư có thể dẫn đến hai mức này. Cũng không có gì khó hiểu khi một người với óc phán đoán đầu tư thực tế có thể chọn được 5 trong số 10 cổ phiếu tốt nhất cho khoản đầu tư 10.000 đô-la; trong trường hợp đó, giá trị thuần của anh ta vào thứ Sáu ngày 13 sẽ có thể là 52.070 đô-la. Cũng tương tự như vậy, một số nhà đầu tư luôn chọn cổ phiếu vì những lý do sai lầm và cuối cùng luôn phải cố gắng giải quyết những hậu quả của mình. Đối với họ lựa chọn 5 trong số 10 cổ phiếu tồi nhất không phải là việc dự tính những kết quả hoàn toàn phi thực tế. Trong trường hợp đó, khoản đầu tư 10.000 đô-la sẽ sụt giảm xuống còn 4.270 đô-la. Dựa trên phép so sánh này, sau khoảng thời gian chưa đầy năm năm, có thể có một khoản chênh lệch 48.000 đô-la giữa một chương trình đầu tư khôn ngoan và chương trình đầu tư kém khôn ngoan.

Một năm rưỡi sau, khi giảng dạy tiếp cho khóa này, tôi cũng đề ra một bài thực hành tương tự, ngoại trừ trường hợp thay vì sử dụng chữ A và T, tôi chọn hai chữ cái khác trong bảng chữ cái, từ đó tạo thành các mẫu cổ phiếu để thực hành. Lại một lần nữa, sau thời gian năm năm, với ngày bắt đầu và ngày kết thúc khác giai đoạn trước, mức độ biến động hầu như giống nhau.

Khi nhìn lại hầu hết các thị trường trong giai đoạn năm năm, tôi tin rằng một người có thể tìm những kết quả hoạt động của cổ phiếu khác hẳn nhau. Một số sự phân tán này có thể nảy sinh từ những điều không ngờ tới – những thông tin mới quan trọng về triển vọng của một cổ phiếu mà không thể dự đoán chính xác khi bắt đầu một giai đoạn. Tuy nhiên, hầu hết những sự khác biệt này có thể dự đoán, ít nhất là về hướng đi và mức lãi, lỗ trong mối tương quan với thị trường.

Trường hợp tập đoàn Raychem

Với bằng chứng như trên, tôi cảm thấy khó có ai đó có thể cho rằng thị trường hiệu quả lại sử dụng từ “hiệu quả” cũng với nghĩa được sử dụng trong lý thuyết này. Nhưng để đi sâu hơn vào vấn đề, hãy xem xét trạng thái thị trường chỉ cách đây một vài năm. Trong những năm đầu thập niên 1970, cổ phần của tập đoàn Raychem có danh tiếng đáng kể trên thị trường và theo đó nó được bán ở mức P/E tương đối cao. Chúng ta có thể nhận ra một trong những lý do đảm bảo

cho danh tiếng của tập đoàn này trên thị trường qua các đề xuất của Phó Chủ tịch điều hành Robert M. Halperin. Sau đây là bốn điểm chính trong quan điểm điều hành của ông:

1. Raychem sẽ không sản xuất bất cứ sản phẩm nào có độ phức tạp về công nghệ thấp (nghĩa là sản phẩm mà các đối thủ cạnh tranh tiềm năng rất dễ bắt chước).

2. Raychem sẽ không sản xuất bất cứ sản phẩm nào không kết nối được với dây chuyền theo chiều dọc; nghĩa là, Raychem phải thiết kế sản phẩm, sản xuất và bán nó đến tận tay người tiêu dùng.

3. Raychem sẽ không sản xuất bất cứ sản phẩm nào nếu không có bảo hộ bằng sáng chế. Trong trường hợp này, Raychem sẽ không đầu tư công sức nghiên cứu và phát triển vào một dự án, mặc dù điều đó có thể phù hợp với khả năng của nó.

4. Raychem chỉ nghiên cứu và sản xuất những sản phẩm mới khi công ty tin rằng nó có thể dẫn đầu thị trường trong bất cứ ngách nào, đôi khi có thể là một thị trường nhỏ hơn, hoặc lớn hơn, mà sản phẩm đang cố tìm mọi cách để chiếm thị phần.

Vào giữa thập niên 1970, những người nắm giữ một lượng lớn quỹ đầu tư theo phương thức truyền thống nhận thấy công ty có nguồn tiềm lực lớn, do vậy những người tin rằng Raychem đang có sức cạnh tranh và sức hấp dẫn kỳ lạ đã sở hữu một lượng lớn cổ phiếu của công ty này trên thị trường. Tuy nhiên, có một khía cạnh khác khiến Raychem có sức hấp dẫn lớn nhất đối với cổ đông và có thể là nguyên nhân làm nảy sinh chỉ số P/E cao tại mức mà sau này nó bán cổ phần của mình. Rất nhiều người cho rằng Raychem – vốn đang chi một tỷ lệ doanh số trên trung bình vào dự án phát triển sản phẩm mới – đã hoàn thiện một tổ chức nghiên cứu có khả năng tạo ra một dây chuyền sản phẩm quan trọng, dựa vào đó công ty có thể chứng tỏ rằng nó có khả năng theo đuổi xu hướng gia tăng không ngừng về doanh số và lợi nhuận. Hoàn toàn hợp lý khi các sản phẩm đang trong giai đoạn nghiên cứu này đóng vai trò là sức thu hút chủ yếu đối với giới tài chính bởi có rất nhiều sản phẩm mới hơn chỉ cạnh tranh gián tiếp với sản phẩm cũ hơn của các công ty khác. Ban đầu, các sản phẩm mới sẽ khiến những người lao động được trả lương cao làm những công việc như cũ song lại mất ít thời gian hơn so với lượng thời gian cần thiết trước đây. Cuối cùng, khách hàng vẫn có thể tiết kiệm một khoản tiền và hài lòng với mức giá mang lại cho công ty mức biên lợi nhuận đáng mong đợi. Tất cả những điều đó khiến cổ phiếu vào cuối năm 1975 đạt mức cao trên 42,5 đô-la (mức giá đã điều chỉnh khi sau này tiến hành phân tách cổ phiếu), cao gấp 25 lần mức thu nhập dự tính trong năm tài chính kết thúc vào ngày 30 tháng 6 năm 1976.

Raychem, những kỳ vọng tiêu tan và sự sụp đổ

Khi năm tài chính sắp kết thúc vào ngày 30 tháng 6 năm 1976, Raychem lại chịu ảnh hưởng xấu từ hai tác động lớn, đó là việc sụt giảm giá và giảm sút uy tín trong giới tài chính. Giới tài chính đã rất ấn tượng với hợp chất cao phân tử gọi là Stilan, thuộc sở hữu độc quyền của công ty. Nó có ưu điểm độc đáo, được ngành sản xuất máy bay sử dụng để bọc dây kim loại và được đưa vào các giai đoạn nghiên cứu cuối cùng. Hơn nữa, đây là sản phẩm đầu tiên mà Raychem đi từ những bước cơ bản, nghĩa là thay vì mua nguyên liệu thô từ các nhà máy khác và pha chế chúng, công ty tiến hành các quy trình hóa học đầu tiên trong chính nhà máy của mình. Do tính hấp dẫn của các sản phẩm này, Raychem đã đầu tư một khoản vốn vào nghiên cứu sản phẩm này cao hơn rất nhiều so với các sản phẩm khác trong lịch sử phát triển của công ty. Giới tài chính cho rằng sản phẩm này đang trên bước đường thành công và sau khi đã trải qua giai đoạn thử nghiệm như các sản phẩm mới khác, nó sẽ trở thành một loại sản phẩm mới mang lại lợi nhuận rất cao.

Trên thực tế, mọi điều xảy ra theo hướng hoàn toàn ngược lại. Theo bộ máy quản lý của Raychem, Stilan là "một thành quả về khoa học nhưng lại là một sự thất bại trong kinh doanh". Các sản phẩm cải tiến của một đối thủ cạnh tranh tiềm năng, mặc dù về kỹ thuật không đạt tiêu chuẩn như Stilan, tỏ ra rất phù hợp và rẻ hơn rất nhiều. Bộ máy quản lý của Raychem đã nhận ra điều này. Sau một khoảng thời gian kéo dài vài tuần, bộ máy quản lý đã đưa ra một quyết định khó khăn là ngừng sản xuất loại sản phẩm này và xóa bỏ tất cả các khoản đầu tư lớn đã đổ vào hoạt động chế tạo sản phẩm đó. Kết quả là số tiền phải trả trong năm tài chính là 9,3 triệu đô-la. Mức này khiến thu nhập, không kể một số khoản thu thêm đặc biệt bù đắp vào, giảm nhanh từ 7,95 đô-la/cổ phiếu của năm tài chính trước đó xuống chỉ còn 0,8 đô-la/cổ phiếu.

Giới tài chính đã rất thất vọng bởi sự giảm sút lòng tin vào khả năng nghiên cứu của công ty cũng như do sự sụt giảm rất lớn về thu nhập. Hầu như họ không hề để tâm đến một nguyên tắc cơ bản là trong tất cả các công ty, quá trình phát triển một số sản phẩm mới luôn có khả năng thất bại. Điều này luôn có thể xảy ra trong mọi hoạt động liên quan đến nghiên cứu của ngành, với các công ty hoạt động rất tốt và sẽ được bù đắp bằng một khoản còn lớn hơn mức thiệt hại từ các sản phẩm mới khác thành công. Cũng có thể là vận rủi khi một dự án nào đó mà công ty đã đầu tư tất cả tiền vào đấy sẽ là một dự án đi đến thất bại. Cho dù trong bất cứ trường hợp nào, những ảnh hưởng của nó lên giá cổ phiếu là rất lớn. Vào quý cuối của năm 1976, cổ phiếu đã giảm xuống mức khoảng 14,75 đô-la, chỉ còn bằng 1/3 so với mức giá cao trước đó. Tất nhiên, chỉ một phần nhỏ lượng cổ phiếu được mua và bán tại điểm thấp đó trong năm. Xét về tác động lớn hơn, trong nhiều tháng sau đó, có rất nhiều cổ phiếu ở các mức giá chỉ cao hơn mức thấp này một cách vừa phải.

Vào thời điểm này, một sự phát triển khác cũng tác động đến lợi nhuận của công ty và góp phần khiến Raychem không còn được ưa chuộng như trước nữa. Một trong những nhiệm vụ khó khăn nhất đối với những người chịu trách nhiệm về thành công của bất cứ công ty đang phát triển nào là thay đổi cơ cấu bộ máy quản lý phù hợp, khi công ty phát triển phải tính đến những khác biệt giữa điều gì là cần để quản lý các công ty nhỏ và điều gì cần để tối ưu hóa việc quản lý các công ty lớn. Cho đến cuối năm tài chính 1976, bộ máy quản lý của Raychem đã thiết lập theo các dây chuyền phân nhánh, chủ yếu dựa vào các quy trình sản xuất; nghĩa là dựa trên sản phẩm được sản xuất. Hệ thống này vận hành rất tốt khi công ty còn ở quy mô nhỏ, song nó không thể phục vụ khách hàng hiệu quả ở mức cao nhất khi công ty ngày càng phát triển. Bởi vậy, vào khoảng cuối năm tài chính 1975, bộ máy quản lý cấp cao của Raychem bắt đầu suy nghĩ đến khái niệm bộ máy quản lý trong "công ty lớn". Công ty tái cơ cấu các phân nhánh của mình theo ngành phục vụ, thay vì theo sự kết hợp các quy trình vật lý và hóa học, để sản xuất sản phẩm. Mục tiêu đó đã được thực hiện khi bộ máy quản lý không hề mảy may để ý rằng thời hạn này sẽ trùng với thời gian xảy ra việc từ bỏ hoạt động sản xuất chất Stilan.

Mọi người ở Raychem đều biết rằng khi những thay đổi về cơ cấu xảy ra, mức lợi nhuận sẽ sụt giảm mạnh. Mặc dù việc tiến hành những thay đổi này hầu như không gây ra thay đổi nào về mức lương trả cho từng cá nhân trong bộ máy quản lý của Raychem, giờ đây tất cả mọi người thuộc cấp trên, cấp dưới lẫn đồng cấp đều phải phối hợp hoạt động với nhau, do đó chắc chắn sẽ cần một khoảng thời gian hoạt động chưa hiệu quả và để thích ứng với tình hình mới cho đến khi mọi nhân viên của Raychem học được cách phối hợp với những người mới một cách hiệu quả nhất. Có lẽ không có một dấu hiệu nào rõ ràng hơn để có thể đánh giá sự tin tưởng lâu dài đối với công ty hay để chỉ ra rằng bộ máy quản lý không quan tâm đến các kết quả ngắn hạn hơn là quyết định tiến hành đề án như kế hoạch, thay vì hoãn lại một tác động lớn thứ hai đến thu nhập hiện tại của Raychem.

Trên thực tế, sự thay đổi quan trọng này diễn ra không khó khăn như dự tính. Như đã tính toán, thu nhập trong quý đầu của năm tài chính mới thấp hơn rất nhiều so với trường hợp không tiến hành cải cách. Tuy nhiên, sự thay đổi này đi theo một chiều hướng rất tốt nên sau quý hai, chi phí ngắn hạn của những hoạt động đã tiến hành phần lớn đã được bù đắp. Về cơ bản, theo nhận định của nhà phân tích, những bước phát triển này sẽ làm tăng giá cổ phần. Giờ đây Raychem đang ở trong một vị thế có thể điều chỉnh sự phát triển của mình đi đúng hướng mà trước đây nó chưa bao giờ tiến hành. Nó đã vượt qua rào cản loại này một cách thành công và đang có xu hướng làm lu mờ ánh hào quang của các công ty hấp dẫn khác. Tuy nhiên, nhìn chung, giới tài chính dường như không nhận ra điều này, thay vào đó, họ chỉ xem sự sụt giảm mạnh và tạm

thời về thu nhập là một nhân tố thêm vào khiến lượng cổ phiếu nắm giữ tụt xuống ở mức thấp hơn.

Việc đưa ra các mức giá thậm chí còn hấp dẫn hơn cho nhà đầu tư tiềm năng là một ảnh hưởng khác mà tôi đã chứng kiến ở các công ty khác không lâu sau khi họ bỏ hẳn một dự án nghiên cứu lớn có dấu hiệu thất bại. Một nhân tố ảnh hưởng về mặt tài chính khi từ bỏ hẳn hoạt động sản xuất Stilan chính là khoản tiền vô cùng lớn đã đổ vào dự án giờ đây ở trong trạng thái sẵn sàng được phân bổ cho các nơi khác. Thậm chí, quan trọng hơn, nó giải phóng thời gian cho các nhà nghiên cứu chính để thử sức vào những lĩnh vực khác. Trong vòng một đến hai năm sau, giống như cánh đồng hoa bắt đầu nở rộ sau cơn mưa, công ty bắt đầu đạt được số lượng dự án nghiên cứu hấp dẫn lớn hơn rất nhiều trong mối tương quan với quy mô của nó so với trước đây.

Raychem và thị trường hiệu quả

Vậy bây giờ tình thế của Raychem có liên quan gì đến lý thuyết về một "thị trường hiệu quả" đã đạt được những kết quả như vậy trong các quý cụ thể của năm tài chính? Theo như lý thuyết đó, cổ phiếu tự động và luôn điều chỉnh thích hợp với bất cứ thông tin nào về công ty, để chỉ những người có thể sở hữu thông tin nội gián (mà người khác không hề biết) một cách bất hợp pháp sẽ thu được lợi ích từ những biến động tiếp theo của cổ phiếu. Trong trường hợp này, bộ máy quản lý của Raychem sẽ nhanh chóng giải thích tất cả các sự kiện đó cho những ai quan tâm, rằng họ tin giai đoạn thu nhập ở mức thấp chỉ là tạm thời.

Trên thực tế, sau tất cả những điều trên xảy ra và khi lợi nhuận đạt mức đỉnh mới từ trước tới nay, ban quản lý của Raychem còn tiến hành các hoạt động sâu hơn. Ngày 26

tháng 1 năm 1978, họ tổ chức cuộc họp kéo dài một ngày tại trụ sở chính của công ty và tôi đã có vinh dự tham gia. Ban quản lý của Raychem mời đại diện của tất cả các tổ chức, các nhà môi giới và cố vấn đầu tư thật sự quan tâm đến Raychem hoặc cũng có thể là ban quản lý nghĩ như thế. Tại cuộc họp, với thẩm quyền của mình, mười chuyên viên điều hành cấp cao nhất của công ty giải thích về những điều mà theo tôi là hoàn toàn thẳng thắn và cụ thể, như các triển vọng, các vấn đề và trạng thái hiện thời của các vấn đề đó.

Sau cuộc họp này một hoặc hai năm, mức tăng trưởng về thu nhập của công ty tăng lên chính xác như những gì ban quản lý đã đề cập. Trong suốt giai đoạn đó, cổ phiếu tăng lên nhiều gấp đôi so với mức giá 23,25 đô-la mà ngày đó cổ phiếu đã được bán. Tuy nhiên, trong những tuần ngay sau cuộc họp, không có một tín hiệu tích cực cụ thể nào của thị trường thể hiện thông qua giá cổ phiếu. Một số người có mặt tại cuộc họp rõ ràng đã rất ấn tượng với viễn cảnh mà họ

được nghe. Tuy nhiên, vẫn còn quá nhiều người chịu ảnh hưởng của cú sốc kép mà họ đã chứng kiến một hoặc hai năm trước. Và hiển nhiên họ không tin những điều mà sau này ban quản lý nói với họ. Có quá nhiều điều liên quan đến lý thuyết về thị trường hiệu quả.

Vậy nhà đầu tư hay chuyên gia đầu tư sẽ rút ra được kết luận gì từ kinh nghiệm về các trường hợp như Raychem? Nhìn chung, những người chấp nhận và chịu ảnh hưởng của lý thuyết "thị trường hiệu quả" sẽ rơi vào hai nhóm. Một là giới sinh viên, kinh nghiệm thực tế của họ chỉ ở mức tối thiểu. Nhóm thứ hai, và cũng rất đáng ngạc nhiên, là nhiều giám đốc của các quỹ đầu tư lớn. Nhìn chung, các nhà đầu tư cá nhân dường như không mấy quan tâm tới lý thuyết này.

Từ kinh nghiệm thu được khi áp dụng triết lý đầu tư của bản thân, tôi muốn tổng kết rằng trong lĩnh vực cổ phiếu công nghệ, khi thập niên 1970 đang đi đến hồi kết, sẽ càng ngày càng xuất hiện nhiều cơ hội hấp dẫn hơn ở các công ty lớn hơn, ở thị trường mà trong đó các tổ chức chiếm ưu thế, hơn là các công ty công nghệ có quy mô nhỏ – nơi mà các nhà đầu tư tư nhân giữ một vai trò lớn hơn. Một vài thập kỷ trước, những người nhận ra sự ngờ nghệch trong khái niệm chính thống thời đó về thị trường hai giá sẽ thu được lợi từ việc nhận định rằng điều đó chẳng có nghĩa lý gì; do vậy, trong mỗi thập kỷ, những quan niệm sai lầm xuất hiện sẽ tạo cơ hội cho những người có nhận thức đúng đắn về lĩnh vực đầu tư.

Kết luận

Triết lý đầu tư của tôi đã hình thành qua hơn một nửa thế kỷ từ chính những kinh nghiệm kinh doanh của bản thân. Có thể tóm tắt với tám điểm chính sau:

1. Mua cổ phiếu của công ty có các kế hoạch chặt chẽ để đạt được sự tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn và có các tiêu chí về vốn nhằm tạo rào cản với những người mới khi muốn tham gia cạnh tranh vào sự lĩnh vực tăng trưởng đó. Có rất nhiều chi tiết, cả thuận lợi và bất lợi, mà chúng ta nên xem xét khi lựa chọn một trong các công ty này. Đối với những người thật sự quan tâm, tôi đã cố gắng tóm lược chủ đề này một cách súc tích nhất có thể trong Phần II có tiêu đề Giấc ngủ ngon cho các nhà đầu tư cẩn trọng. Phần Phụ lục sẽ có một bản tóm lược ngắn gọn.

2. Tập trung mua cổ phiếu của các công ty khi chúng không được thị trường ưa chuộng; nghĩa là khi do các điều kiện thị trường nói chung hoặc do giới tài chính tại thời điểm đó nhận định sai về giá trị thực của công ty, cổ phiếu bán ra ở mức giá thấp hơn nhiều so với mức nó sẽ đạt được khi giá trị thực của nó được thừa nhận rõ ràng hơn.

3. Nắm giữ cổ phiếu cho đến khi a) có sự thay đổi cơ bản về bản chất của công ty (ví dụ: thay đổi nhân sự làm cho bộ máy quản lý bị suy yếu), hoặc b) nó phát triển tới một mức mà không còn

phát triển nhanh hơn nền kinh tế nói chung. Chỉ trong những trường hợp đặc biệt như vậy, nếu chúng xảy ra, hãy bán vì các dự báo về xu hướng vận động của nền kinh tế hoặc thị trường chứng khoán là rất khó dự đoán. Không bao giờ được bán các cổ phiếu hấp dẫn nhất mà bạn đang sở hữu chỉ vì những lý do ngắn hạn. Tuy nhiên, khi công ty tăng trưởng, hãy nhớ rằng rất nhiều công ty hoạt động rất hiệu quả khi quy mô còn nhỏ, song lại không thể thay đổi phong cách quản lý để đáp ứng những yêu cầu khác nhau về các kỹ năng mà các công ty lớn cần có. Khi bộ máy quản lý không tiến triển kịp tốc độ tăng trưởng của công ty, hãy bán cổ phần của mình.

4. Đối với những người ban đầu tìm kiếm sự định giá cao về nguồn vốn của họ, không nên coi trọng cổ tức. Những cơ hội hấp dẫn nhất có khả năng xảy ra nhất ở những nơi sinh lợi cao nhưng thuộc các nhóm cổ tức thấp hoặc không hề trả cổ tức. Những cơ hội đặc biệt rất ít khi xảy ra ở các công ty trả cho cổ đông tỷ lệ phần trăm lợi nhuận cao.

5. Mắc sai lầm là một chi phí tất yếu khi đầu tư để đạt lợi nhuận lớn, cũng như các khoản nợ xấu là điều không thể tránh khỏi, thậm chí ở các công ty hoạt động tốt nhất và các tổ chức cho vay sinh lợi nhất. Điều quan trọng là nhận ra những sai lầm đó ngay khi có thể, hiểu nguyên nhân và học cách tránh lặp lại chúng. Sẵn sàng chấp nhận khoản lỗ không đáng kể trong một số cổ phiếu và để cho lợi nhuận tăng nhiều hơn ở các cổ phiếu hứa hẹn là một dấu hiệu thể hiện cách quản lý đầu tư tốt. Thu lợi nhuận không đáng kể từ các khoản đầu tư tốt và để cho các khoản lỗ ngày càng gia tăng từ các khoản đầu tư kém chất lượng là một dấu hiệu thể hiện cách đầu tư tồi.

6. Rất ít công ty thật sự có giá trị nổi bật. Cổ phần của các công ty đó thường không thể mua được ở các mức giá hấp dẫn. Bởi vậy, khi các mức giá ở điểm thuận lợi nhất, hãy tận dụng tối đa tình thế đó. Nên tập trung nguồn vốn vào những cơ hội đáng mong đợi nhất. Đối với những người có phần trong phần vốn đầu cơ và các công ty nhỏ, giả sử với mức doanh số hàng năm dưới 25 triệu đô-la, cần phải có sự đa dạng hóa ở mức cao hơn. Đối với các công ty lớn hơn, sự đa dạng hóa thích đáng cần phải đầu tư vào các ngành khác nhau với các đặc điểm kinh tế khác nhau. Đối với các cá nhân (có thể trái ngược với các tổ chức và các loại quỹ nhất định), việc nắm giữ bất kỳ danh mục đầu tư nào có trên 20 loại cổ phiếu khác nhau là một dấu hiệu không khôn ngoan về tài chính. Con số tốt hơn thường là 10 hoặc 12. Đôi khi các chi phí về thuế lợi nhuận tài sản đầu tư có thể cho thấy chúng ta nên dành một vài năm để hướng tới sự tập trung. Khi một cá nhân nắm giữ danh mục đầu tư lên tới 20 loại cổ phiếu, gần như đã đến lúc cần phải chuyển từ các cổ phiếu kém hấp dẫn nhất sang các cổ phiếu hấp dẫn hơn. Cần nhớ rằng chính những hành động thiếu khôn ngoan sẽ khiến giá trị bị suy giảm.

7. Một thành tố cơ bản của việc quản lý một cổ phiếu thường có giá trị là khả năng không bao giờ chấp nhận mà không suy xét bất cứ quan điểm chính thống nào trong giới tài chính tại thời

điểm đó hoặc không muốn bác bỏ quan điểm hiện thời và đi theo chiều hướng ngược lại chỉ vì muốn đối lập với quan điểm của số đông. Thay vào đó, nên có vốn hiểu biết sâu sắc hơn và đưa ra đánh giá chất lượng hơn trong việc xác định toàn bộ những tình huống cụ thể đang xảy ra, đồng thời cần có sự can đảm cần thiết để "đối lập với số đông" khi nhận định của bạn chỉ ra rằng bạn đúng.

8. Đối với việc quản lý các cổ phiếu thường, cũng như trong mọi hoạt động của con người, thành công phần lớn phụ thuộc vào sự kết hợp giữa làm việc chăm chỉ, trí thông minh và tính trung thực.

Một số người trong chúng ta sinh ra có thể đã có những đặc điểm này nổi bật hơn so với những người khác. Tuy nhiên, tôi tin rằng tất cả chúng ta đều có thể phát triển khả năng của mình trong mỗi lĩnh vực nếu chúng ta rèn luyện tinh thần kỷ luật và thật sự nỗ lực.

Trong khi vận may chỉ là một phần trong việc quản lý các danh mục đầu tư về cổ phiếu thường, sự may mắn có xu hướng phân bổ đều. Muốn đạt được thành công đòi hỏi phải có kỹ năng và sự kiên trì áp dụng các nguyên tắc vững chắc mà tôi đã đề cập. Trong giới hạn tám điểm chính ở trên, tôi tin rằng tương lai chủ yếu sẽ thuộc về những người có tinh thần kỷ luật tốt, từ đó nỗ lực đạt được mục đích của mình.

Phụ lục. Các nhân tố chính khi đánh giá một doanh nghiệp đầy hứa hẹn

Triết lý đầu tư của tôi cho rằng nên đầu tư vào một số lượng tương đối nhỏ và chỉ với các doanh nghiệp hứa hẹn sẽ phát triển vượt trội trong tương lai. Rõ ràng là tôi đang tìm những dấu hiệu tăng trưởng tiềm năng trong các doanh nghiệp mà tôi nghiên cứu. Một điều cũng quan trọng không kém là trong quá trình phân tích, tôi cố gắng tránh những rủi ro có thể gặp phải. Tôi muốn chắc chắn rằng bộ máy quản lý của doanh nghiệp có đủ số tiền cần thiết để vốn hóa tiềm năng của mình và giảm thiểu rủi ro đối với quá trình đầu tư của tôi. Dưới đây là bản tóm lược những đặc điểm cần thiết mà tôi đã tìm kiếm trong các doanh nghiệp đáp ứng tiêu chí về triển vọng phi thường khi tiến hành phân tích tài chính, gặp gỡ và đưa ra câu hỏi với ban quản lý, đồng thời có các cuộc thảo luận với những người hiểu biết trong ngành.

Nhân tố cơ cấu

1. Doanh nghiệp phải là một trong những nhà sản xuất có chi phí thấp nhất đối với các sản phẩm hoặc dịch vụ liên quan đến cuộc cạnh tranh mà nó tham gia, và phải cam kết nó sẽ duy trì được điều đó.

a. Điểm hòa vốn tương đối thấp sẽ giúp doanh nghiệp có thể tồn tại trong điều kiện thị trường suy thoái, đồng thời gia tăng vị thế của nó trên thị trường cũng như khả năng ảnh hưởng đến giá cả khi các đối thủ cạnh tranh yếu hơn bị loại khỏi thị trường.

b. Một mức biên lợi nhuận trên mức trung bình sẽ giúp doanh nghiệp thu được nhiều tiền hơn để duy trì sự tăng trưởng mà không cần đến nhận định ảo tưởng xuất phát từ doanh số cổ phần hoặc tình trạng căng thẳng xuất phát từ việc quá phụ thuộc vào sự huy động vốn về thu nhập cố định.

2. Một doanh nghiệp phải có định hướng khách hàng đủ mạnh để nhận ra những thay đổi trong nhu cầu và sở thích của khách hàng, từ đó có phản ứng nhanh chóng trước những thay đổi đó một cách hợp lý. Khả năng này có thể dẫn đến việc tạo ra một dòng sản phẩm mới hơn nhằm thay thế các dây chuyền sản phẩm đã lỗi thời.

3. Hoạt động marketing hiệu quả không chỉ cần đến những hiểu biết về nhu cầu khách hàng, mà còn phải giải thích cho họ (thông qua quảng cáo, bán hàng hoặc những cách thức khác) theo cách mà họ có thể hiểu. Việc giám sát chặt chẽ và điều chỉnh tỷ lệ chi phí/hiệu quả của những nỗ lực thị trường là điều cần thiết.

4. Thậm chí ngày nay, các doanh nghiệp không chuyên về lĩnh vực công nghệ cũng cần có khả năng nghiên cứu định hướng tốt để a) sản xuất những sản phẩm mới hơn và tốt hơn, và b) cung cấp dịch vụ hiệu quả hơn hoặc theo cách hiệu quả hơn.

5. Có những khác biệt rất lớn về tính hiệu quả của nghiên cứu. Hai nhân tố quan trọng của một nghiên cứu hiệu quả hơn chính là a) thị trường/ý thức về lợi nhuận, và b) khả năng tập hợp nhân tài thành một tập thể làm việc hiệu quả.

6. Một doanh nghiệp có một đội ngũ tài chính mạnh có những lợi thế sau:

c. Thông tin chi phí chính xác sẽ giúp đội ngũ quản lý điều chỉnh nguồn lực vào những sản phẩm có tiềm năng mang lại lợi nhuận nhiều nhất.

a. Một bảng liệt kê về chi phí nên chỉ rõ tại điểm nào các chi phí về sản xuất, marketing và nghiên cứu không đạt hiệu quả, thậm chí trong cả các phần phụ của quá trình hoạt động.

b. Bảo toàn vốn thông qua việc kiểm soát chặt chẽ các nguồn vốn đầu tư cố định và lưu động.

7. Một đặc điểm quan trọng trong cấu trúc tài chính là phải cung cấp một hệ thống cảnh báo sớm để nhận định những ảnh hưởng đe dọa đến kế hoạch thu lợi nhuận đang ở phía trước, từ đó đưa ra kế hoạch ngăn chặn và giảm thiểu những ảnh hưởng đó.

Nhân tố con người

1. Để thành công hơn, doanh nghiệp phải có một nhà lãnh đạo có tinh thần doanh nhân kết hợp với động lực, những ý tưởng ban đầu và những kỹ năng cần thiết nhằm tạo ra của cải cho doanh nghiệp.

2. Một giám đốc điều hành luôn hướng tới sự tăng trưởng phải tập trung được một đội ngũ nhân tài kiệt xuất và ủy quyền để họ điều hành hoạt động của doanh nghiệp. Sự chung sức mà không xảy ra sự tranh giành quyền lực nội bộ là điều rất cần thiết.

3. Phải chú ý đến việc thu hút những nhà quản lý có trình độ ở cấp độ thấp hơn và đào tạo họ để đảm nhận nhiệm vụ cao hơn. Sự kế nhiệm nên chuyển giao cho những người nằm trong nguồn nhân tài năng sẵn có của doanh nghiệp. Nhu cầu tuyển dụng giám đốc điều hành nằm ngoài doanh nghiệp là một dấu hiệu rất nguy hiểm.

4. Tinh thần doanh nhân phải được cả tổ chức thấm nhuần.

5. Những doanh nghiệp thành công luôn có một số đặc điểm tính cách độc đáo – những cách thức đặc biệt để thực hiện mọi việc đạt hiệu quả cho bộ máy quản lý của họ. Đây là một tín hiệu tốt chứ không có gì đáng nguy hiểm.

6. Ban quản lý phải nhận ra và chấp nhận sự thật rằng thế giới mà họ đang hoạt động trong đó đang thay đổi với một tốc độ chóng mặt.

a. Những cách thường làm phải được xem xét lại trong từng giai đoạn, và phải tìm kiếm những cách làm mới hơn, tốt hơn.

b. Những thay đổi trong cách tiếp cận về quản lý bao hàm những rủi ro mà cần phải nhận ra kịp thời và giảm thiểu.

7. Luôn phải có những nỗ lực thật sự, thực tiễn, có ý thức và không ngừng để tìm kiếm nhân viên thuộc mọi cấp độ, phải làm cho họ tin rằng doanh nghiệp thật sự là một nơi lý tưởng để làm việc.

a. Những người làm công phải được đối xử tử tế và tôn trọng.

b. Môi trường làm việc của doanh nghiệp và các chương trình phúc lợi phải mang tính thúc đẩy.

c. Mọi người phải cảm thấy họ có thể bày tỏ bức xúc mà không phải lo sợ và hy vọng sẽ nhận được sự quan tâm cũng như những hành động thích đáng.

d. Các chương trình mang tính đóng góp phải hoạt động tốt và là một nguồn cung cấp ý tưởng quan trọng.

8. Bộ máy quản lý phải sẵn sàng tuân theo những nguyên tắc cần thiết cho sự tăng trưởng bền vững. Sự tăng trưởng cần phải hy sinh các khoản lợi nhuận tạm thời để đặt nền móng cho bước phát triển có giá trị lớn trong tương lai.

Các đặc tính về hoạt động kinh doanh

1. Mặc dù các nhà quản lý dựa vào sự hoàn vốn để xem xét các khoản đầu tư mới, nhà đầu tư phải nhận thức rõ rằng các tài sản từ trước tới nay với các mức chi phí theo đó được công bố sẽ làm méo mó phép so sánh về hoạt động của doanh nghiệp. Các khoản lợi nhuận khá lớn trong mối tương quan với tỷ lệ doanh số, dù có những khác biệt trong tỷ lệ doanh thu, có thể sẽ là một dấu hiệu an toàn để đầu tư, đặc biệt trong môi trường lạm phát.

2. Mức lợi nhuận cao thu hút sự cạnh canh, sự cạnh tranh lại làm giảm sút cơ hội thu lợi nhuận tiếp theo. Cách tốt nhất để thắng trong cuộc cạnh tranh là hướng tới hiệu quả hoạt động nhằm ngăn chặn cơ hội đối thủ cạnh tranh thâm nhập.

3. Tính hiệu quả nhờ quy mô cũng thường có nguy cơ dẫn đến tính không hiệu quả của các bộ máy quản lý quan liêu cấp trung gian. Tuy nhiên, trong một doanh nghiệp vận hành tốt, vị trí dẫn đầu ngành tạo ra lợi thế cạnh tranh rất lớn, vì vậy nó sẽ thu hút các nhà đầu tư.

4. Đi đầu trong thị trường sản phẩm mới là một quá trình lâu dài để có thể là người tiên phong. Một số doanh nghiệp đã có sự chuẩn bị các nguồn lực tốt hơn để trở thành doanh nghiệp tiên phong.

5. Một sản phẩm không nằm riêng lẻ mà phải có sự so sánh với các sản phẩm tương tự. Chẳng hạn như tồn tại cuộc cạnh tranh gián tiếp đối với đồng tiền của khách hàng. Khi giá cả thay đổi, một số sản phẩm có thể sẽ mất đi tính hấp dẫn của nó, thậm chí ở các doanh nghiệp hoạt động tốt và có chi phí sản xuất thấp.

6. Rất khó để có thể tung ra những sản phẩm mới và cao cấp trên thị trường, nơi mà các đối thủ cạnh tranh đã thiết lập được một vị thế vững chắc. Trong khi thành viên mới gia nhập phải tiến hành xây dựng dây chuyền sản phẩm, sức mạnh marketing và danh tiếng để tạo ra lợi thế cạnh tranh, các đối thủ cạnh tranh đã có mặt sẵn trên thị trường có thể thực hiện những hành động mạnh mẽ nhằm bảo vệ vị thế của mình, giành lại thị trường đang có nguy cơ bị chiếm đoạt. Các doanh nghiệp cải tiến sản phẩm có nhiều cơ hội thành công hơn nếu họ kết hợp các quy trình công nghệ, ví dụ như điện tử và kỹ thuật hạt nhân, theo một cách mới so với các đối thủ cạnh tranh hiện tại.

7. Công nghệ chỉ là một con đường để vươn lên vị thế dẫn đầu ngành. Phát triển việc "nhượng quyền" khách hàng cũng là một cách. Dịch vụ tốt cũng là một cách. Cho dù là bằng cách nào thì khả năng bảo vệ những thị trường mà mình đã giành được và chống lại các đối thủ cạnh tranh mới là điều cần thiết cho một sự đầu tư vững chắc.